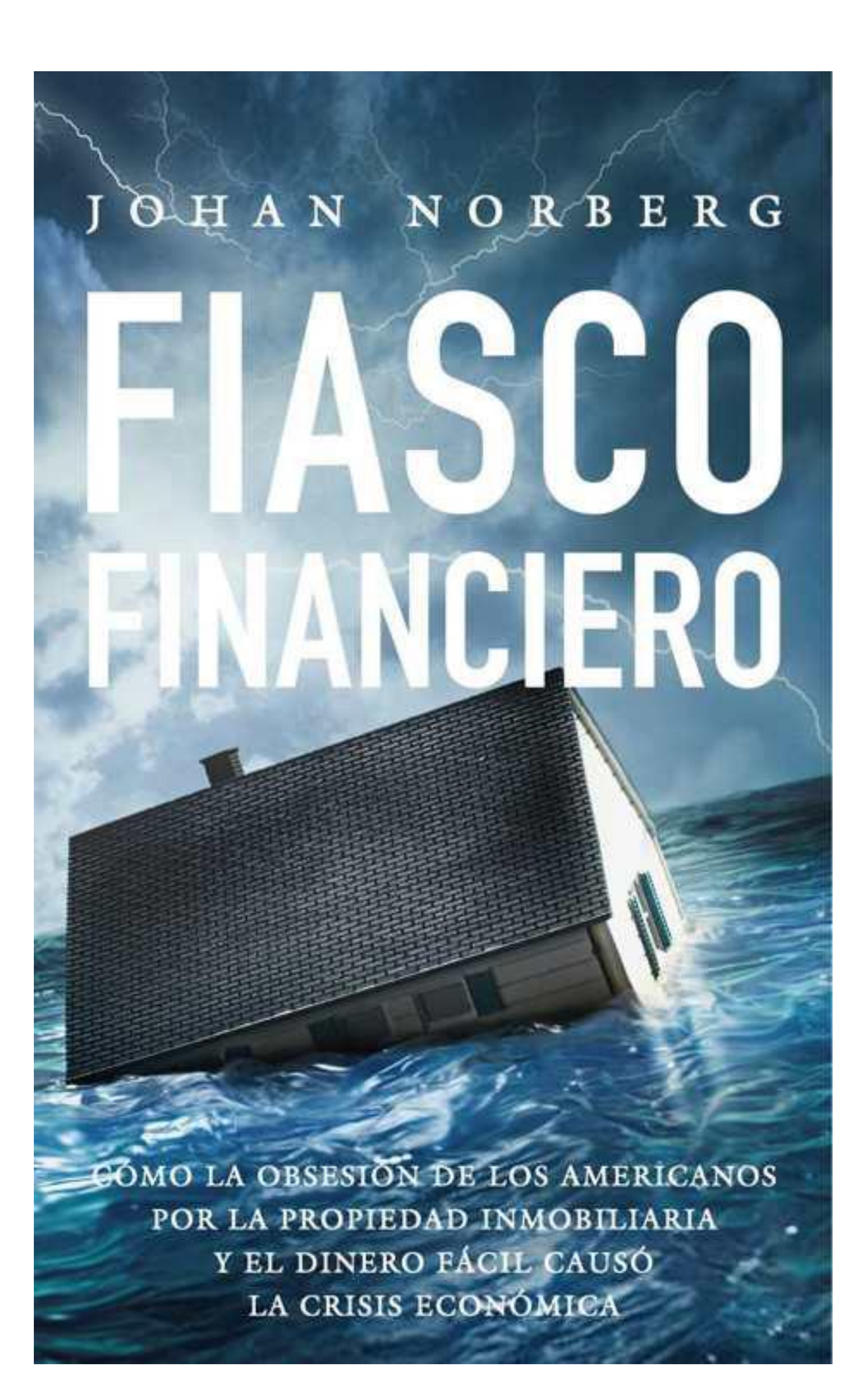

JOHAN NORBERG
FIASCO
FINANCIERO
CÓMO LA OBSESIÓN DE LOS AMERICANOS
POR LA PROPIEDAD INMOBILIARIA
Y EL DINERO FÁCIL CAUSÓ
LA CRISIS ECONÓMICA

JOHAN NORBERG

FIASCO
FINANCIERO

como la obsesión de los americanos
por la propiedad inmobiliaria y el dinero fácil causó la crisis económica

Prólogo y traducción de

Francisco Javier López Atanes

Título original:

Financial Fiasco. How America's Infatuation

With Homeownership and Easy Money

Created the Economic Crisis,

Cato Institute, 2009

Publicado originalmente en Suecia

por Hydra Förlag de Estocolmo, Suecia

c/ Martín Machío, 15 • 28002 Madrid

Tel.: 913 500 228 • Fax: 911 812 212

Correo: info@unioneditorial.net

www.unioneditorial.es

ISBN (página libro): 978-84-7209-636-3

Compuesto e impreso por JPM Graphic, S.L.

Para Alexander,
que pensará que estos días
fueron los buenos tiempos

«No habrá más crisis en nuestra época, veo a los mercados en un momento favorable y los precios bajos. ¿Cuál debería ser por tanto la causa de crisis?».

John Maynard Keynes, 1927

«El comienzo más frecuente de un desastre es el sentimiento de estabilidad».

Marcus Velleius Paterculus,

Compendio de la Historia de Roma

Prólogo

En el mundo actual, gobernado por la tiranía de la actualidad, parece difícil que alguien pueda encontrar de interés un libro cuyo foco de atención se centra en hechos y fenómenos ocurridos hace cuatro años. Poco tiempo para que haya pasado a formar parte de los anaqueles de la Historia pero el suficiente como para haya perdido el interés de los medios de comunicación.

No obstante, como afirma el castellano refrán «aquellos barros trajeron estos lodos», se hace necesario e incluso imprescindible analizar en profundidad los fenómenos que ocurrieron hace un lustro y que están en la raíz de los males que azotan todavía nuestra querida España. Males más o menos severos según la filiación política de quién los califique, pero males en lo económico, en lo social y en lo político que sin ningún género de dudas todavía estamos sufriendo. A esto se dedica el presente volumen, a analizar en profundidad el origen de los males que han causado que la economía mundial sufriera su mayor descalabro desde la Gran Depresión. Un análisis que, circunscrito a la realidad de la crisis norteamericana, puede sernos de la mayor utilidad para entender cómo de ahí se extendió hasta alcanzar una dimensión global y afectó seriamente a nuestra nación.

Como ya dijo el filósofo, «nada de lo humano me es ajeno». Esto se puede predicar aún con más razón en nuestros días de la Economía. Ningún fenómeno económico, gracias a la globalización, nos es ajeno. Lejos de cumplir las más «imprevisibles previsiones» de la teoría del caos, la Economía de nuestros días sigue patrones racionales que, de estudiarse detenidamente, pueden ser conocidos y puestos en evidencia.

Johan Norberg trata de analizar las causas primeras de una crisis que se ha llevado por delante a la clase media española pero que comenzó arruinando a la americana. De acuerdo a una noticia de CNN de ayer (23 de septiembre de 2013), más del 15% de ciudadanos de Estados Unidos viven por debajo del umbral de pobreza. Este dato, puro, frío, estadístico, no es menos severo que el 30% de desempleo que parece ser la frontera a la que se ha acercado peligrosamente el número de desempleados en España. Norberg va a tratar de explicar y dar razones de por qué ha ocurrido lo primero; a nosotros nos corresponde tratar de entender el por qué de la segunda cifra.

Norberg puede tomarse la libertad de ignorar los problemas españoles para explicarnos las causas más profundas de esta pandemia económica, pero nosotros, si de verdad queremos entender qué nos ha pasado y por qué, no podemos ignorar esta investigación.

La actual crisis ha ocupado páginas y páginas en prensa, libros, revistas

especializadas y no especializadas, ha sido el centro de debates y reportajes en televisión, hemos dedicado fuerzas y energías a comprender qué es lo que había pasado en nuestra economía. Cuando parecía que teníamos más razones que nunca para prometérnoslas felices, de repente, ¡*bang*¡, la economía mundial sufría un descomunal batacazo. Inflación, deflación, estancamiento, crecimiento negativo… términos que antes nos podían ser ajenos habían comenzado a ser extraordinariamente familiares para nosotros. Macroeconomía, Microeconomía, Teoría del ciclo económico, las grandes artes arcanas de la Ciencia Económica se volvían ahora parte de nuestro mundo cotidiano.

Desafortunadamente, si pretendemos entender esta crisis exclusivamente en clave económica, es muy posible que no lleguemos a comprender la naturaleza última de los acontecimientos. Esta crisis, más allá de lo económico, es una crisis moral. El hombre se ha visto desbordado por sus propios apetitos y ha querido poseer más allá, no ya de lo necesario, sino de lo concebible.

La crisis moral a la que se alude también con frecuencia se ha adueñado de los espíritus de muchos de los que moran en la política, pero sería ingenuo, si no ilusorio, querer proyectar todos los males en nuestros políticos, ignorando al tiempo nuestro propio papel en este drama. Norberg habla en su obra de avaricia, avaricia que es el rasgo definitorio de muchos de los banqueros de las grandes firmas de inversión que no parecían quedar satisfechos con sus descomunales comisiones. Pero el autor encuentra esta misma cualidad en muchos de los norteamericanos de clase media que refinanciaron sus viviendas para poder comprar una segunda o incluso una tercera. O muchos más que quisieron jugar a «tiburón de las finanzas» y comenzaron a especular con sus pensiones o sus ahorros. Por esto, considero que la precisión de Norberg cuando afirma que el problema no es tanto el sistema como los actores, es posiblemente una de las grandes aportaciones de este volumen. La Economía es, ante todo, una Teoría de la acción, y para que exista esta, como presupuesto necesario se requiere de un agente. Pues bien, de acuerdo a Norberg, ante la crisis el recurso más sencillo es culpar a la economía liberal como «madre de todos los males», siendo el auténtico culpable, si no el mismo que utiliza el sistema no de acuerdo a principios de equidad y justicia sino de enriquecimiento y avaricia.

En las páginas que, sin duda, usted va a disfrutar a continuación, su autor va a dar una cumplida descripción de hechos, personajes y procesos. Tanto de unos como de otros se da cuenta con cumplido detalle y máxima fidelidad y rigor, siendo la lectura de la presenta obra tanto informativa como formativa. Su tono divulgativo no debe oscurecer el alto nivel de la investigación sino hacerlo más evidente.

Creo que de la lectura de *Fiasco financiero* se pueden obtener conclusiones e ideas que sin ninguna duda aportan luz y razón sobre los últimos años de la vida

económica de España. Por esto, entre otras razones, es un gran acierto, una vez más, de Unión Editorial —personificada en Juan Pablo Marcos— el acercar a los lectores de habla hispana a obras como esta.

Francisco J. López Atanes

Atlanta, septiembre de 2013

PREFACIO

Puedo predecir el movimiento de los cuerpos celestes pero no la locura de la gente.

Isaac Newton, tras perder una fortuna
en la burbuja del Mar del Sur en 1720

En el otoño de 1991, un sistema de altas presiones proveniente del Norte de Canadá colisionó con un poderoso frente de bajas presiones frente a la costa de Nueva Inglaterra. El amplio contraste de temperaturas en un área tan pequeña originó la aparición de un ciclón. El ciclón, ya en activo, absorbió un cercano huracán casi exhausto, lo que dio lugar a una poderosa tormenta de extraordinaria magnitud. El viento alcanzó rachas de 125 km/h y olas de más de 15 metros golpearon a desafortunados navegantes. La ola más alta medida alcanzó los 33 metros.

El meteorólogo Bob Case, del Servicio Nacional de Meteorología de Boston, explicó que las circunstancias concurrentes eran las idóneas para la aparición de una tormenta. Tres fenómenos meteorológicos se dieron al mismo tiempo y en las localizaciones precisas para, al interactuar, causar la tormenta más virulenta que se pudiera recordar, que causó gran pérdida de vidas y propiedades. Las circunstancias eran —desgraciadamente— perfectas para la devastación.

El mundo acaba de ser golpeado por una tormenta financiera perfecta: una serie de circunstancias que de aparecer de forma individual no hubiesen ocasionado un desastre, países de economías subdesarrolladas o en desarrollo que comienzan a ahorrar; el director del banco central tratando de prevenir una crisis; exigencias políticas para ampliar el patrimonio inmobiliario; nuevos instrumentos financieros; y una nueva regulación bancaria, exigencias de calificación del crédito, así como reglas contables que tratasen de prevenir el fraude, se dieron al mismo tiempo y se retroalimentaron para crear lo que Alan Greenspan calificó como «un hecho que solo ocurre una vez cada siglo». Las circunstancias eran las perfectas para una tormenta financiera tan violenta que pocos quedaban con vida que hubiesen visto algo así. Las monstruosas olas estaban engullendo por igual a grandes bancos y a empresas largamente establecidas. Las ráfagas de viento estaban derribando economías enteras.

Muchos políticos y hombres de negocios que emplean la metáfora de la tormenta perfecta lo hacen para explicar sus catastróficas consecuencias. Creían haber tomado todas las precauciones necesarias, que sus barcos habían zarpado

preparados para la singladura, y de pronto se encontraban en medio de una tormenta más allá de control. En consecuencia no pueden asumir la responsabilidad por las pérdidas ni los problemas que a que nos enfrentamos. Sin embargo, mi objetivo al escribir este libro es mostrar cómo cada una de las circunstancias que nos han conducido a esta crisis —cada alto y bajo, cada uno de los huracanes en colusión— es el resultado de acciones conscientes por parte de los órganos de decisión de las compañías, agencias gubernamentales e instituciones políticas.

Lo que hace a la presente crisis tan especial es que le ha llevado un periodo muy breve de tiempo llegar prácticamente a todos los rincones del planeta. Otros países han sido afectados por las secuelas de crisis nacionales a lo largo del siglo xx, pero nunca antes una crisis económica se había dado al mismo tiempo en tantos lugares y del mismo modo. El pánico se volvió global en un segundo. Hace doscientos años los hermanos Rothschild podían ganar una fortuna por estar presentes a lo largo y ancho de varias ciudades europeas: Nathan vivía en Londres, Amschel en Fráncfort, James en París, Carl en Ámsterdam y Salomón algunas veces aquí y otras allí. Esto les posibilitaba el reunir información de forma inmediata, mucho antes que cualquier otro, y así podían hacerse con bienes y recursos donde eran más baratos y venderlos donde eran más deseados.[1]

Los ordenadores, satélites y medios globales de comunicación actuales nos han dado la posibilidad de convertirnos en mini-Rothschilds. Esto hace mucho más difícil para cualquiera el obtener un beneficio simplemente por el hecho de poseer mejor información y hace la división del trabajo y el uso de los recursos más eficiente, lo que hace que todos tengamos mejores oportunidades. Pero ha favorecido también la aparición de nuevos riesgos: las malas noticias atraviesan el globo como un relámpago, especialmente desde que los medios de comunicación descubrieron que les hacen vender más periódicos. De hecho una comparación demuestra que los medios han sido significativamente más alarmistas en esta ocasión que lo que fueron tras el *crash* bursátil de 1929.[2] Y, cuando la gente se asusta, decide dejar de consumir y prestar dinero al mismo tiempo. Los problemas en Wall Street pronto condujeron a una caída del 99,7% en las ventas de Volvo en Suecia, a disturbios en las democracias del Este de Europa, a que la mitad de los exportadores de juguetes chinos cerrasen o que las protectoras de animales de Taiwán recibiesen un aluvión de perros que sus dueños ya no podían permitirse el mantener.[3] La globalización que ayer parecía imparable se ha transformado en su contrario. En este mismo instante se ha producido un descenso del comercio mundial, de la inversión, del transporte, de las migraciones y del turismo. Gentes de todo el mundo están perdiendo sus trabajos, sus negocios y sus hogares —y estamos todavía al comienzo de la recesión—.

Estamos experimentando la primera crisis económica global de la historia, y

se han sucedido rápidamente las reacciones en contra de la globalización y el libre mercado. La fe en un gobierno activo y amplio ha hecho posible su improbable regreso. Para alguien que, como yo, cree que las economías basadas en el libre mercado y los mercados globalizados que se han desarrollado durante las pasadas décadas crean grandes oportunidades tanto para los países ricos como pobres, es especialmente relevante comprender esta crisis.

Esta es la historia de lo que ocurrió y por qué ocurrió. Fue escrita durante los meses más dramáticos, cuando parecía que el cielo se desplomaba sobre nuestras cabezas. Se fundamenta en la observación y el estudio de lo ocurrido estos meses y del trasfondo de los hechos tal y como pasaron. Es inevitable que nuestro campo de visión se limite a este periodo, dado que aún estamos tan cerca de los acontecimientos. Los periodistas e investigadores están esforzándose en este mismo momento tratando de analizar y diseccionar la anatomía de la crisis desde una perspectiva pluridisciplinar. Nuestro análisis crecerá y se ampliará, y será revisado numerosas veces. Podría ocurrir que algunos de los sistemas de altas y bajas presiones que describo fueran más importantes de lo que había pensado, o quizás menos. Supongo que descubriremos que algunos eventos pasaron de una forma totalmente diferente a como creemos hoy. Este libro es un intento por resolver un puzle que imita una imagen en cambio constante. Me gustaría que se pensase en él como en un bosquejo histórico.

¿Por qué alguien cuya especialidad es la Historia de las Ideas escribe un libro sobre la crisis económica? Como muchos economistas, creo que un problema actual es que el estudio académico de las finanzas proporciona un conocimiento más avanzado en una disciplina cada vez más reducida.[4] Muchos de los estudiantes más dotados estudian hoy economía o finanzas, pero saldrán de la Universidad sin tener una idea general de la función y relaciones del sistema económico o un conocimiento profundo de la historia económica. La carrera media en los mercados financieros se prolonga durante un cuarto de siglo, lo que significa que la persona tipo solo experimentará una gran crisis económica. Las lecciones nunca son aprendidas y cada generación habrá de repetir los mismos errores.

Además, como historiador de las ideas he aprendido que la interacción entre ideas, política y economía es lo que determina el destino del mundo. Las crisis económicas en particular son lo que ha llevado al cambio de los paradigmas políticos y a la transformación de sociedades enteras. Aquellos que no estudian economía están condenados a repetir los grandes errores económicos cometidos en la historia. Las crisis nos golpean a todos con dureza. Hay algo profundamente insatisfactorio —cercano incluso a lo antidemocrático— en el hecho de que la gente podría vivir su vida al límite a causa de las políticas monetarias o los instrumentos financieros que son percibidos en ocasiones como propiedad exclusiva de un círculo reducido de economistas y agentes de los mercados. Casi nunca tanta gente

sufre las consecuencias de algo de lo que sabe tan poco. La guerra es demasiado importante para ser dejada en exclusiva a los generales, y los mercados financieros son demasiado importantes para ser entregados en exclusiva a los analistas y economistas.

Por ello he intentado escribir un libro para todos aquellos que no tienen conocimientos previos del mercado financiero. Los primeros tres capítulos están dedicados a los prolegómenos de la crisis, los diversos factores que entran en colisión en el capítulo 4 y se retroalimentan unos a otros para crear un caos financiero histórico cuyas consecuencias describo en los capítulos 5 y 6.

Capítulo 1: Política monetaria. Cómo el Banco Central de estados Unidos (la Fed) y los superávits provenientes del vertiginoso crecimiento de las economías emergentes provocaron que el dinero fuese más barato de lo que había sido en la última década y por qué acabó en las casas de la gente.

Capítulo 2: Política inmobiliaria. La historia de cómo los políticos norteamericanos —tanto republicanos como demócratas— contribuyeron a que aumentase el número de familias que eran propietarias de sus hogares, incluso aun cuando no cumpliesen con los tradicionales requisitos de solvencia y crédito.

Capítulo 3: Innovaciones financieras. Cómo transformar un gran riesgo en pequeños riesgos a partir de trocearlos, empaquetarlos, renombrarlos y revenderlos. Cómo las regulaciones y los bonos hicieron que todo el mundo inundase el mercado en busca de hipotecas garantizadas, y por qué incluso las vacas podrían haber hecho una fortuna con este tipo de productos.

Capítulo 4: La crisis. El relato de cómo el hundimiento de un banco de inversión provocó un infarto en la economía global, un CEO fue noqueado por un subordinado y un país se volvió del revés.

Capítulo 5: Gestión de crisis. Acerca de los rescates gubernamentales más cuantiosos de la historia, las constantes comparaciones con la Gran Depresión de los años 30 y cómo encontrar formas para empeorar la crisis.

Capítulo 6: Conclusión. Y también el comienzo de algo nuevo y peor.

Me permitiré dar un consejo acerca del modo en que debe leerse este libro. Si se toma como unidad nadie se sentirá decepcionado. Se encontrará en él las grandes firmas de Wall Street, políticos, directores de bancos centrales y agencias de calificación, todos ellos perfectos en su papel de perpetradores.

Pero si estamos buscando chivos expiatorios bien podríamos mirarnos en el espejo. ¿Quién se despreocupó acerca de como los fondos de sus pensiones estaban siendo invertidos? ¿Quién quiere hipotecas tan baratas como sea posible? ¿Quién planea comprar una casa, lo que influenciará su vida durante décadas, basándose en el tipo de interés de esta semana? ¿Quiénes son los primeros que reclaman nueva legislación y rescates en cuanto aparecen los primeros síntomas de una crisis sin detenerse a pensar en el hecho de que esa nueva legislación y rescates podrían

ser la causa misma de la siguiente crisis? La respuesta es el pueblo llano, los votantes de a pie, los ahorradores. La respuesta es tú y yo.

Al leer este libro sobre todos los que han actuado de forma irreflexiva y continuada, acuérdate también, te ruego, de tu propio papel en esta tormenta perfecta.

Por cierto, hay un gran número de cifras y cantidades desorbitadas en este libro. Es fácil perder el contacto con la realidad, como les ocurrió a muchos de los ejecutivos experimentados y a los políticos que manejaban esas cifras a diario. Déjame ofrecerte este pequeño ejemplo para mantener siempre a la vista al tiempo de la lectura:

Un millardo es un uno seguido de nueve ceros, o 1.000 millones.

Hace un millardo de segundos, Leonidas Brejnev se convirtió en líder de la Unión Soviética, cuando esta se encontraba en la cima de su poder.

Hace un millardo de minutos se escribió el Evangelio de Juan.

Hace un millardo de horas el lenguaje comenzó a desarrollarse.

Hace un millardo de días los antecesores de los seres humanos comenzaron a cambiar erguidos.

Hace un millardo de años la vida multicelular comenzó su evolución sobre la tierra.

Un millardo de dólares es lo que los mercados financieros del mundo perdían cada 17 minutos en 2008 y lo que el gobierno federal gastaba en luchar contra la crisis cada media hora cuando Barack Obama asumió la Presidencia.

Estocolmo, Suecia, febrero de 2009

I.
KEYNESIANISMO PREVENTIVO

La ley de la oferta y la demanda no puede eludirse. La oferta de dinero aumenta proporcionalmente la oferta relativa de bienes tangibles en el mercado, y por lo tanto los precios eventualmente habrán de elevarse.

Alan Greenspan, *Dinero y Libertad económica*

Como muchas otras historias de nuestros días, esta comienza en la mañana del 11 de septiembre de 2001 con 19 terroristas y cuatro aviones de pasajeros. Su ataque, que costó la vida de casi 3.000 personas, conmocionó el mundo conocido. Todas las aeronaves norteamericanas tuvieron que tomar tierra de inmediato y el espacio aéreo norteamericano fue clausurado.

Las rutas comerciales y de comunicación se cerraron en previsión de nuevos ataques y el miedo paralizó el mundo entero, comenzaron los rumores sobre guerras prolongadas. La Bolsa norteamericana cerró y tras su reapertura cayó más de un 14% en tan solo una semana. Los Estados Unidos estaban en crisis y la economía globalizada por consiguiente amenazada.

Pero había un hombre en el que el mundo podía depositar su esperanza. Un economista neoyorquino de orígenes judeo-húngaros con la espalda lesionada, que prefería leer y escribir tumbado en su bañera. Un antiguo saxofonista de jazz que acostumbraba a moverse en los círculos del *laissez faire* de la escritora Ayn Rand. Un hombre cuyos trajes negros y temperamento fúnebre hacían que fuese apodado por sus amigos como el «enterrador». Tras una carrera en el sector financiero y algunos periodos como asesor presidencial, Alan Greenspan se había convertido en uno de los pilares del «sistema» americano.

Incluso unos pocos habían vaticinado cuál habría de ser el siguiente paso en la carrera de este hombre que había sostenido, tanto en sus declaraciones públicas como por escrito, que la Reserva Federal o «Fed» debía ser eliminada y permitir que el mercado determinase el precio del dinero, preferiblemente respaldado por oro. En 1987, Greenspan fue designado Presidente de la Fed a los 61 años. Pronto adquirió fama de explicarse de forma ininteligible. Este es posiblemente un rasgo personal, pero muchos creían que fue adoptado conscientemente para evitar asustar a los agentes del mercado con declaraciones altisonantes. De hecho, esta creencia simboliza el cómo los analistas interpretaron siempre la conducta de Greenspan como prudente e inteligente. De hecho, bien pronto se afirmaba que era un genio en su nuevo trabajo.

Después de tan solo dos meses ocupando su nuevo cargo, Greenspan tuvo su bautismo de fuego. Existe todavía cierta controversia acerca de qué fue exactamente lo que causó todo; un conflicto internacional sobre los tipos de cambio de divisas y unas cifras inesperadamente bajas en la balanza de pagos de los Estados Unidos dieron paso a la preocupación, y los modelos automáticos con los precios de venta de acciones preestablecidos causaron una caída en las cotizaciones que se extendió a gran velocidad. En tan solo un día, el 19 de octubre de 1987, la Bolsa de Nueva York cayó cerca de un 23%. Fue la reacción de Greenspan en este «Lunes negro» lo que cimentó su fama. Su respuesta consistió en una rebaja histórica de los tipos de interés bancario y la oferta de crédito más barato. El mercado se estabilizó rápidamente y la tinta de los periódicos, alertando de una nueva Gran Depresión, apenas acababa de secarse cuando la economía ya se había recuperado del *crash* bursátil y estaba de nuevo en el camino correcto. Un héroe había nacido.

Con Greenspan al timón, la Fed empleó el mismo *modus operandi* cada vez que una crisis comenzaba a aparecer: rápido recorte de los tipos de interés bancario y aumentar la liquidez del sistema. Y eso fue lo que hizo durante la Guerra del Golfo, la crisis del peso mexicano, la crisis de Asia, el colapso de los fondos de inversión a largo plazo, la incertidumbre informática con el cambio de milenio y el *crash* de las *puntocom*, y en cada ocasión los analistas se sorprendieron por la suavidad del descenso. En alguien con las firmes convicciones sobre la importancia del libre mercado como Greenspan, la disponibilidad a resolver los problemas con dinero no dejaba de ser sorprendente. Sin embargo, a una pregunta directa en el Congreso sobre sus antiguas opiniones sosteniendo el *laissez faire* en política monetaria, Greenspan respondió: «Eso fue hace mucho tiempo, y no pienso del mismo modo ahora».[5] E incluso aunque sostenía sus otras opiniones sobre el mercado, dejó de sentirse vinculado por cualquier principio ideológico. Como un economista declaró al *New York Times* cuando Greenspan fue designado Presidente de la Fed:

No se trata de un keynesiano. No es un monetarista. Él no es nada, es un pragmatista, y como tal, es, en cierto modo, impredecible.[6]

Pero, independientemente de cuál fuese la teoría que fundamentaba las acciones de Greenspan, fueron la causa de que se le considerase un genio en ciertos círculos, donde era visto como un mago que había hecho aumentar el crecimiento y domado el ciclo económico. El periodista Bob Woodward, conocido por su intervención en el Watergate, tituló «Maestro» su libro sobre Greenspan, de quien se dice en esta obra fue el artífice del *boom* de los 90 en Estados Unidos. Durante las elecciones presidenciales del año 2000, el candidato republicano John McCain bromeaba sobre el volver designar al entonces con 76 años Greenspan como Presidente de la Fed, incluso aun muerto; decía: «Le pondría recto, unas gafas de

sol oscuras y le conservaría todo el tiempo que pudiera».[7]

Un *boom* inflacionario de alguna clase

Tras el 11 de septiembre de 2001, el mundo acudió de nuevo a Greenspan, el Presidente de la Fed, que, como Arquímedes, encontraba inspiración en su bañera. Y no se hizo esperar. La Fed comenzó a inundar la economía con dinero. Repentinamente, la tasa anual de incremento del M2 —uno de los índices más empleados para medir la oferta de dinero— se elevó a un 10%. A mitad de 2003 aún permanecía en torno al 8%. En otras palabras, la impresora imaginaria en el sótano de la Fed estaba echando humo. Todo ello era parte de una estrategia para rebajar el tipo de interés de la Fed —tipo que se aplica a los bancos que tomaban prestado de la Fed a corto plazo—, siendo este uno de los instrumentos de la Reserva Federal para controlar la economía. De hecho, Greenspan ya había comenzado a rebajar este índice a lo largo de 2001 en previsión de un posible cambio de ciclo, pero tras el 11S lo hizo de manera mucho más agresiva. A comienzos de 2001, los bancos pagaban un 6,25% a cambio del dinero que tomaban prestado, y a finales del mismo año podían hacerlo al 1,75%, y sin tener que pagar nada hasta dentro de tres años. Pero esto no era suficiente y los mercados demandaban más medidas para sobrellevar la crisis.

En principio, este deseo de ayudar a la economía casa bien con la tarea que la Fed tiene encomendada por el Congreso. A diferencia de muchos bancos centrales en el mundo, la Fed tiene como misión no solo la estabilidad de los precios sino asegurar que la tasa de desempleo permanece tan baja como sea posible y que los intereses a largo plazo son bajos. Esto ha hecho que muchos políticos europeos tomen a la Reserva Federal como modelo. Además, empezaba a extenderse un rumor en la Reserva Federal que apuntaba a que los precios seguirían cayendo. Un gobernador de la Fed, cuya especialidad era la Gran Depresión, convenció a Greenspan y sus colegas de que el país estaba en riesgo de caer en una espiral deflacionaria como en los años 30 o Japón en la década de los 90.

Pero ni la economía estaba colapsando ni existía necesidad de una reacción. Tan solo dos meses después del 11S la Bolsa estaba de nuevo en sus niveles más altos; en 2002 los Estados Unidos veían cómo su economía crecía a un ritmo del 1,6%. Incluso la Reserva Federal, pensando que un interés más alto podría hacer peligrar la economía, continuó con la política bajista. El propio Greenspan había admitido que al menos el último de los recortes, que alcanzó el 1% en junio de 2003, no era necesario:

Estuvimos de acuerdo en el recorte a pesar de nuestro consenso acerca de la no necesidad de la economía de una nueva rebaja. El mercado había comenzado a revivir, y nuestras previsiones sobre el PIB preveían aún mayor crecimiento para el

segundo semestre del año. Aún con todo seguimos adelante tras valorar los riesgos. Queríamos impedir la posibilidad de una deflación corrosiva; estábamos dispuestos a, reduciendo los tipos, favorecer el crecimiento de una burbuja, de un *boom* inflacionario de algún tipo, que más tarde en consecuencia deberíamos afrontar».[8]

Uno por ciento era el tipo de interés más bajo conocido durante el último medio siglo y la Reserva Federal prometió que se mantendría a ese nivel un «periodo de tiempo considerable». En diciembre se renovaron las promesas acerca de los tipos de interés bajo durante un lapso de tiempo prologando.[9] El más ardiente defensor de dicha promesa era Bernanke. La Reserva Federal acabó manteniendo el tipo de interés al 1% durante todo un año; y, cuando se decidió a elevarlo, lo hizo de un modo cauteloso y paulatino a pesar de que la rueda de la economía continuaba girando vertiginosamente. En junio de 2004 el tipo de interés establecido por la Fed alcanzó el 1,25, y le llevaría casi dos años el llegar al 5%. El efecto final de todo esto para los que habían recibido préstamos, durante un periodo de dos años y medio, consistió en que la inflación redujo el valor de sus préstamos por debajo del coste total de los intereses. O, en otras palabras, no es que el crédito fuese gratis, sino que había que pagar para prestar.[10] Y mientras los intereses a corto plazo permanecían bajos, los intereses a largo plazo estaban afectados por otros factores que fueron la causa de que nunca se redujesen del 3,5%. Ello hacía un negocio especialmente beneficioso el tomar dinero prestado a corto plazo y cederlo a largo plazo, pero hacer esto siempre conlleva el riesgo de qué hacer si la gente de la que tomas prestado el dinero a corto plazo decide de repente que quiere su dinero de vuelta (o que no renovarán su préstamo a corto plazo) mientras que tú has transferido el dinero a otros con la condición de que no tendrán que devolverlo hasta transcurrido un largo plazo.

Como Greenspan admitió, la Reserva asumió conscientemente un riesgo y el resultado fue, en efecto, una burbuja inflacionaria de este tipo. Es cierto que la gente no se había lanzado al consumo generalizado, ya que el desempleo estaba aumentando y muchos de ellos se habían visto afectados por la crisis del Mercado, pero si se inyecta nuevo dinero en el mercado siempre acabará en un sitio u otro. En esta ocasión afloró en el mercado inmobiliario.

El *establishment* político norteamericano ya había estado allanando el camino para un *boom* inmobiliario mucho antes de esto. La propiedad inmobiliaria es parte del sueño americano, como un escape de la pobreza y la exclusión social y una ruta hacia la independencia y la responsabilidad. El gobierno introdujo en el impuesto sobre los ingresos una cláusula que preveía deducir de los ingresos los costes de las hipotecas ayudando así a sus ciudadanos, medida similar a la existente en países como Suecia. Este apoyo a la propiedad inmobiliaria se mantuvo incluso cuando el presidente Reagan y el Congreso en 1986 mantuvo la deducción por

hipoteca y eliminó los incentivos fiscales que fomentaban el alquiler y la propiedad. Y además la deducción a cuenta de otros préstamos al consumo como coches o préstamos a cargo de las tarjetas de crédito fueron eliminados, causando una redirección de todo el crédito al mercado inmobiliario. En 1994, el 68% de los préstamos hipotecarios se empleaban para pagar otro tipo de créditos al consumo, por ejemplo la compra de coches.[11] Y algunos encontraron en la deducción por hipoteca una subvención de 80 millardos de dólares para la vivienda como objeto de inversión.

«Claramente hemos exprimido este dinero al máximo», decía el analista económico Daniel Gross en la revista *Slate* en 2005:

Los Estados Unidos poseen un índice elevado de propietarios de viviendas, así como un desarrollo amplio de la infraestructura que soporta la construcción y compraventa de viviendas, mercado hipotecario secundario, compañías hipotecarias online…

Pero la un día «modesta» deducción ha evolucionado en un alto y grave subsidio que hace a la renta ineficaz. Claramente la deducción está causando distorsiones. La gente está dispuesta a pagar más por las casas y a comprar casas más grandes, ya que pueden deducir las cuotas de sus hipotecas de sus impuestos.[12]

La propiedad inmobiliaria se fomentó todavía más cuando, en 1997, el Presidente Clinton eliminó el impuesto sobre la plusvalía de los bienes inmuebles (hasta medio millón de dólares) pero mantuvo el gravamen para otro tipo de inversiones como las acciones, obligaciones y los negocios privados de la gente. «¿Por qué insistir en que la gente invirtiese en vivienda? ¿Por qué no favorecer el que invirtiesen en otras cosas que podrían resultar más beneficiosas como acciones u obligaciones?», preguntaba el entonces Director General de Tributos inútilmente. El dinero fluía hacia el sector inmobiliario y ahí se acababa todo. Un estudio de la Reserva Federal demostraba que el número de compraventas de vivienda que se había cerrado en la década que comenzaba en 1997 era un 17% más alto de lo que hubiera sido de no existir esta política tributaria tan selectiva.[13]

Volviendo la vista a agosto de 2001, James Grant, editor del *newsletter* financiero *Grant's Interest Rate Observer*, señaló no sin preocupación que los precios de las viviendas en Estados Unidos se habían incrementado en un 8,8% el último año a pesar del estallido de la burbuja de las tecnológicas y que la economía se encontraba virtualmente en recesión. «¿Cómo justificar un mercado en ascenso en una época de pérdidas en un momento no inflacionista?», se preguntaba, y se contestaba a sí mismo que la razón era que el crédito estaba disponible fácilmente a un interés demasiado bajo y que no nos estábamos dando cuenta que se estaba ocultado una situación inflacionista.[14]

No sorprende, pues, que las posteriores rebajas de los tipos de interés

avivaran las llamas. El analista económico Robert Samuelson descubrió de repente que su esposa comprendía el mercado inmobiliario mucho mejor que él. Las casas en su vecindario se estaban vendiendo un 25% más caras de lo que él pensaba que costaban, pero para su esposa esto no suponía la menor sorpresa. Los americanos habían comenzado a aprovecharse de los tipos de interés tan bajos para conseguir nuevos y mayores préstamos. Mi hogar ya no es solo mi castillo, sino también mi cajero automático. Dado que ahora las casas de repente valían más, la gente podía acudir a los bancos y refinanciar su hipoteca, tomando a préstamo más dinero empleando la misma garantía. En el pasado, las personas asumían préstamos que habrían de devolver; ahora más y más prestatarios firmaban sus préstamos teniendo que pagar solo los intereses o al menos no devolviendo el principal hasta pasada una década más o menos.

Solo en 2002, los hogares norteamericanos obtuvieron 269 millardos de dólares más por sus casas, habitualmente destinados al consumo o a la mejora de la vivienda. En palabras de Samuelson: «Alimentados por el mercado de valores, los americanos se entregaron a una orgía inmobiliaria. Compramos, vendimos, derribamos y construimos. Los constructores levantaron 1,7 millones de nuevas viviendas, un 5% que en 2001. La venta de casas estableció el record de 5,5 millones».[15]

En una intervención ante una nutrida audiencia compuesta por entidades crediticias en febrero de 2004, Alan Greenspan reprendió a los deudores que estaban suscribiendo créditos a interés fijo. Los análisis de la Reserva Federal mostraban que muchos de los propietarios de inmuebles podrían haber ganado montones de miles de dólares en la última década si hubiesen dejado los tipos de interés de sus hipotecas moverse libremente y no los hubiesen fijado de forma taxativa. Greenspan reclamaba la creación de una clase de préstamos más libres: «Los consumidores americanos podrían beneficiarse si los prestamistas ofreciesen más productos hipotecarios alternativos que la tradicional hipoteca a plazo fijo».[16] Muchos americanos se lo tomaron al pie de la letra y negociaron hipotecas de tipo variable en su lugar. En enero de 2004, el Washington Mutual Bank informó de que la proporción de sus clientes que habían elegido un tipo de interés variable en lugar de uno fijo se había incrementado del 5% al 40% en tan solo un año.[17]

Entre 2000 y 2005 el valor de todas las viviendas unifamiliares de estados Unidos aumentó en 8 billones de dólares.[18] Más del 40% de los puestos de trabajo de nueva creación estaban relacionados con el sector inmobiliario, y las nuevas hipotecas estaban financiando los récords de consumo. El pueblo americano al fin podía suspirar aliviado. La crisis se había terminado y el dinero fluía. Volvían los días de vino y rosas. La Reserva Federal había salvado la economía una vez más, en esta ocasión de la burbuja de las *puntocom*, pero lo había

hecho a costa de inflar una nueva burbuja.

Un trabajador del sector financiero se sorprendió agradablemente al darse cuenta que podía comprar la casa de sus sueños aunque no era capaz de vender su antiguo domicilio, que estaba siendo reformado. Simplemente solicitó un préstamo, que le fue concedido, y se convirtió en propietario de dos hogares. Un año antes hubiese tenido que pagar alrededor del 7% de interés pero ahora el préstamo solo le «costaba» un 2,8%. Y eso incluso antes de deducírselo en impuestos. Sentía casi que estaba comprando una casa «gratis».[19]

Es importante subrayar que la burbuja apareció de formas muy diferentes en los múltiples lugares de los Estados Unidos, siempre en relación a lo difícil que fuese en cada lugar construir nuevos hogares. El economista Paul Krugman, que no suele mostrarse en contra de la regulación de la economía, escribió en agosto de 2005 que desde el punto de vista de las políticas de vivienda los Estados Unidos parecían dos países diferentes: uno en el centro y otro en cada uno de los extremos. En la región central, las llanuras, construir es fácil y barato, y no se ha dado jamás ninguna burbuja inmobiliaria. En las Costas Este y Oeste, sin embargo, se extiende la parte «zonificada», donde las regulaciones de la superficie crean toda una serie de obstáculos en el camino de los nuevos desarrolladores urbanísticos. Si la gente se entusiasma con el Mercado inmobiliario, a causa, por ejemplo, de los préstamos a bajo interés, esto provocará que se disparen los precios.[20]

Las estadísticas prueban que Krugman tiene razón. La burbuja inmobiliaria propiamente dicha solo se dio en una docena de Estados. El economista Randal O'Toole identifica un común denominador que aparece de forma casi idéntica en todos estos Estados, la aplicación de una legislación restrictiva sobre el desarrollo de las ciudades, la expansión de la población en determinadas áreas o dónde emplazar los nuevos desarrollos. Un alza en los precios no necesariamente quiere decir que una zona se haya vuelto más atractiva. A menudo es el resultado de decisiones que las autoridades adoptaron años antes para restringir la oferta. Estas limitaciones aumentan la densidad de las casas y por consiguiente tienden a empujar al alza el precio de viviendas unifamiliares y con jardín. El precio de las casas en Estados muy regulados como California o Florida creció un 130% entre 2000 y 2006. En sentido contrario, en Georgia o Texas, que incluso son dos de los Estados con mayores tasas de crecimiento y donde se permite libremente la construcción de nuevos edificios, se incrementó en un 30%. El muy regulado Silicon Valley, fuertemente golpeado por la crisis y el desempleo, veía cómo el precio de las casas seguía disparado. Las ciudades libres de regulación como Atlanta, Dallas o Houston crecieron en al menos 130.000 habitantes durante los años de la burbuja inmobiliaria sin que se disparasen los precios.[21]

Pero los Estados de la burbuja seguían siendo los que llevaban la voz cantante. Una gran parte de las casas estadounidenses se compraban por pura

especulación. La gente compraba viviendas, quizás las renovaba ligeramente, y después las vendía a un precio que se había elevado entretanto. Muchos comenzaron a ganarse la vida de este modo. El 23 de junio de 2005, el canal de televisión TLC estrenó un «reality» llamado *Property Ladder*, en el que los espectadores asistían a cómo una persona o grupo tenía la feliz ocurrencia de comprar una casa, arreglarla y venderla más cara. Tres semanas después, el Discovery Chanel lanzó *Flip That House*, que muestra como alguien compra una casa, a menudo en el Sur de California, y hace lo que sea necesario con tal de venderla a continuación obteniendo un suculento beneficio. Y diez días después, el 24 de julio de 2005, se estrenó en A&E una serie con un nombre bien parecido, *Flip This House*, basada en una empresa de Charleston, Carolina del Sur, dedicada al negocio de la compra, reforma y venta de viviendas.

Un fenómeno específicamente americano contribuyó a que muchos compradores potenciales aprovechasen la oportunidad. En muchas partes de América existe lo que se llama «hipoteca de garantía real», lo que quiere decir que el préstamo está unido y garantizado por la propia casa y no por la persona que la compra. La vivienda es la garantía del préstamo y será la única cosa que el que concede el préstamo obtendrá si el deudor decide dejar de pagar. La gente pueden asumir el comprar casas que realmente no podrían pagar bajo el supuesto de que podrán más tarde negociar un nuevo crédito en condiciones más favorables o un interés más bajo (los bancos prefieren con frecuencia bajar los intereses que asumir el riesgo que supone tener que quedarse con la casa) o que los precios subirán y les permitirá vender obteniendo un beneficio. En la mayoría de los países los que dejan de pagar sus préstamos acaban enterrados bajo una montaña de deuda pero en cerca de la mitad de los Estados Unidos los compradores pueden devolverle las llaves al banco y olvidarse de la hipoteca. Y se ha convertido en práctica habitual el que no sea necesario incluso el tener que pagar una entrada con los que no pierden nada al asumir una apuesta tan arriesgada. En algunos Estados con este tipo de hipotecas, como California, se ha previsto la posibilidad de que las entidades crediticias puedan demandar a los propietarios si el valor de venta de las casas no cubre el préstamo, pero es un proceso largo y costoso que solo se emplea en los supuestos de personas que poseen cierto patrimonio.

Un artículo aparecido en el *Wall Street Journal* a principios de 2005 informaba a los lectores del aumento de una pequeña minoría de americanos que adquiría incluso un tercer hogar, a menudo para renovarlo o alquilarlo durante parte del año. A pesar de que el aumento de los precios hacía pensar que la compra de vivienda era una inversión segura, el artículo advertía de que la adquisición de una tercera casa era un tanto molesto:

Los propietarios tienen que mantener otra propiedad, mantener otra casa desde toallas a utensilios de cocina. Algunos se sienten obligados a pasar sus

vacaciones en ella cuando preferirían viajar a otro lugar.[22]

El mercado inmobiliario desafiaba la gravedad. El precio de las casas había aumentado en otro 15% en un año y casi se había duplicado desde el cambio de milenio. Para volver a los niveles de 30 años antes tendrían que desplomarse alrededor de un 150%. Pero las asociaciones de constructores y las publicaciones de los bancos afirmaban sin género de duda que los precios nunca caerían simultáneamente en toda la nación. Nada de esto convencía a James Grant, que constataba que, desde la Gran Depresión, los Estados Unidos habían sufrido 29 burbujas en el Mercado, fuerte subida de acciones u otros activos. Veintisiete de ellas habían estallado. Las dos excepciones eran las acciones y los precios del Mercado inmobiliario en junio de 2005. Entendiendo que las burbujas 28 y 29 no serían una excepción, Grant ofrecía el siguiente consejo a sus lectores:

¿Te debe dinero tu cuñado, el agente inmobiliario? Ahora es un buen momento para reclamarlo.[23]

La Reserva Federal es nuestra amiga

Cuando Alan Greenspan abandonó la Fed en enero de 2006, *The Economist* advirtió de que la popularidad que había alcanzado fruto de los rescates recurrentes, por ejemplo el agresivo recorte de los tipos en 2001, era el más peligroso de sus legados:

La fe exagerada de los inversores en su capacidad para protegerlos ha reforzado indudablemente su decisión de asumir mayores riesgos y ha empujado al alza el precio de acciones y casas. Entretanto, el gasto del consumidor americano se ha vuelto peligrosamente dependiente del crecimiento insostenible de los precios de bienes y de deuda.

En diciembre Mr. Greenspan fue honrado con un título honorífico de la Ciudad de Londres. Uno de los tradicionales privilegios de esta distinción es que puede emborracharse en público sin miedo a ser arrestado. Lo curioso es que sus políticas han emborrachado y alterado el mercado de valores e intoxicado a los consumidores. Cuando se acabe la fiesta, Mr. Greenspan no va a quedarse a recoger. Pero acabará seguro.[24]

El ingrato papel de los bancos centrales es descrito a menudo como el tener que llevarse la bebida cuando la fiesta acaba de empezar. Tan pronto como los mercados y los inversores comienzan a sentirse animados, los bancos centrales tienen que mantenerse firmes, solo que lo que tratan de mantener en niveles bajos no es el alcohol en, sino la inflación. Su tarea es importante ya que los gobiernos invariablemente se sienten tentados por la idea de imprimir más dinero para financiar sus gastos, excepto que las imprentas actuales son demasiado lentas para nuestros administradores de lo público y aceleran el proceso mediante la emisión de deuda pública y ordenan a sus bancos centrales que la compren con el nuevo

dinero. La impresión de dinero quizá pueda parecer menos amenazadora que el recaudador de impuestos, pero en la práctica es peor. Crear más dinero no solo implica en la práctica un impuesto indirecto que reduce el valor de los ahorros de los ciudadanos, sino que, y mucho más importante, debilita el sistema de precios, proporcionando al comercio una información incorrecta sobre la demanda. El dinero adicional creado no se distribuye igualmente y al mismo tiempo, sino que se filtra hacia determinados lugares, lo que conduce a un aumento de los precios y que las empresas interpreten que se ha producido un incremento de la demanda, lo que les lleva a contratar a más trabajadores y aumentar la producción. Solo cuando ha pasado algo de tiempo las empresas se dan cuenta de que los precios de todos los otros productos también se han elevado y que sus costes también lo han hecho a pesar de que no están vendiendo más que sus competidores. De hecho, el aumento de los precios no indica un aumento en la demanda, sino tan solo el deterioro del valor del dinero. Como consecuencia de estos mensajes incorrectos del mercado, los recursos se han desplazado allí donde no eran necesarios, debiendo a continuación las empresas disminuir la producción y despedir trabajadores.

Es importante que la imprenta de dinero esté bajo control pero no es este el objetivo principal de los bancos centrales. Reclaman el control del aumento de los precios. Su objetivo formal se establece con frecuencia en evitar que los precios de consumo se eleven por encima de un 2% anual, o algo parecido. El economista austriaco Ludwig von Mises y su discípulo, ganador del Premio Nobel, F.A. Hayek, identificaron un problema implícito en esta política. En una economía dinámica en constante innovación tecnológica y aparición de nuevos modelos de negocio, los precios de los bienes y servicios a menudo decrecen. Aceptemos como bueno que el coste real de los bienes y servicios cae un 2% debido al aumento de la eficacia, pero este desarrollo es contrarrestado por la oferta de dinero que hace que las etiquetas con los precios en las tiendas muestren un incremento del 1%. Ante esta situación es muy probable que un banco central se apresure a malinterpretar la situación afirmando que no existe inflación apreciable y se apresure a bajar los tipos de interés.

Pero si los tipos de interés son demasiado bajos deja de compensar el ahorro, lo que quiere decir que aumentará el consumo, por ejemplo de viviendas, que no se incluyen en los índices inflacionarios. Las empresas querrán obtener más crédito y así afrontar mayores inversiones, se reactivarán sectores económicos que no habrían despegado sin el aumento de la oferta de dinero. Lo que se traduce en que la estabilización de los precios de consumo podría ser la causa de diferentes burbujas. James Grant señaló que los precios de la cesta de la compra con competencia internacional habían caído un 31% en los 20 años anteriores a 1886, antes de que los Estados Unidos tuviesen un Banco Central. Desde la década los 90

el país ha pasado por un nuevo periodo de avances tecnológicos y aumento de la competencia. En efecto, la importación de productos más baratos de Asia y la mejora de la eficiencia de compañías norteamericanas, por ejemplo las novedades en la gestión logística de Wal Mart, causaron un descenso de los precios. Esto llevó a los bancos centrales a pensar que no había inflación y por lo tanto no había necesidad de actuación. Pero sí que existía inflación. No aparecía en los precios de los productos de consumo pero sí en los suburbios. Grant, que ya en 2001 advertía de la burbuja inmobiliaria, apuntaba que «la caída de precios es un producto natural de la ingenuidad humana. Imprime dinero para resistir la caída y antes de que te des cuenta estás en medio de una burbuja».[25]

El presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, no permanecía ocioso mientras veía la burbuja crecer. Antes bien, se quedó sin aliento. La facultad de la Fed para regular los tipos de interés es comparable a la de cualquier agencia gubernamental facultada para regular los precios en un determinado sector industrial; la diferencia estriba en que la Fed al regular el precio del dinero, en cierto modo, controla todos los precios. Muchos han comentado admirados cómo Greenspan se sentaba en su baño y repasaba estadísticas de fabricantes, inventarios y comercio tratando de comprender lo que pasaba en la economía a fin de determinar el precio apropiado para el dinero. Después de 10 años en la Fed, Greenspan había doblado el número de datos monitorizados por su institución a más de 14.000, incluyendo un complejo sistema para analizar, del que sus colegas decían solo entendía él. Esto le permitía percibir los giros del ciclo económico antes que nadie y cambiar con agilidad la orientación de la política monetaria.[26]

Esta descripción encaja con una vieja aspiración de la economía planificada, la idea de que algún iluminado en la bañera comprenderá el mercado mejor que los millones de actores y que será capaz de emplear sus intuiciones para orientarlo en la dirección correcta. No cabe duda de que Greenspan estaba extraordinariamente dotado para interpretar la economía pero, habiendo reconocido esto, concederle tan grandes facultades es también la posibilidad de cometer terribles errores. Grant señala:

Si se toman los tipos de interés como señales de tráfico de la economía financiera, Greenspan estaba diciendo, «poned todos en verde». Al establecer el 1% de tipo de interés, la Fed invitó a todo el mundo, a su hermano y a su cuñada a salir de casa y suscribir una nueva hipoteca tomando más dinero prestado.[27]

En un discurso en el 19 de diciembre de 2002 Greenspan rechazó las críticas que decían que la Fed debía luchar contra las burbujas de activos. Señaló que los bancos centrales no podían prever cuándo una burbuja se estaba expandiendo. De lo que sí eran capaces, sin embargo, era de «tratar agresivamente las consecuencias de una burbuja», así por ejemplo inyectando liquidez en los mercados.[28]

En cierto sentido esto es lo opuesto a la descripción más extendida del

trabajo de un banco central. Quiere decir que la Fed no retira la bebida cuando la fiesta se empieza a animar. En su lugar, invita a los asistentes a su propia bebida, rellenando hasta el borde con crédito barato, y no reduce la oferta hasta que los precios de consumo dan muestra clara de estar intoxicados. Pero si esto nubla el ambiente, la Fed, de manera inmediata, anuncia la «post-fiesta» y saca todavía más bebida para evitar que se pierda el «momento». En los mercados esta práctica ha sido apodada como «la opción Greenspan». Comprar un «opción de venta» quiere decir que tú acuerdas vender algo en el futuro a un precio determinado, y si hay una crisis Greenspan asegura que tu inversión aún obtendrá un precio razonable, como si hubieses comprado una opción. Su sucesor Ben Bernanke ha continuado actuando del mismo modo, con lo que ahora en los mercados se habla de la «opción Bernanke». En una intervención pública en 2002 Bernanke justificó su comportamiento empleando argumentos idénticos a los de Greenspan. Las burbujas no pueden evitarse, decía, pero «la Fed debe asegurarse de inyectar liquidez una vez que la crisis ha pasado. La reacción de la Fed a la crisis bursátil de 1987 es un buen ejemplo de lo que tengo en mente».[29]

En cada supuesto, al tiempo que cada crisis está en su apogeo, parece una pauta de actuación correcta estabilizar los mercados financieros y reforzar la confianza. La alternativa solo puede ser la recesión, la bancarrota extendida de empresas y una elevada tasa de desempleo. Los políticos, los votantes y los medios reclaman una rápida reacción que minimice los problemas. Al mismo tiempo, sin embargo, con cada operación de rescate, el riesgo de una nueva crisis aumenta. Si se saca la red de seguridad, cada vez más y más individuos intentarán acrobacias de mayor complejidad; si la Reserva Federal siempre se ocupa de la resaca, la gente seguirá emborrachándose de forma descontrolada. Greenspan y Bernanke lo afirmaron claramente en sus declaraciones respectivas en el año 2002. La Fed nunca intervendrá para reducir el valor de casas o acciones, pero si los precios empiezan a desplomarse actuará para mantener todo en su sitio. A finales del 2000, Ed Yardeni, el Director de la División de inversiones del Deutsche Bank, afirmaba que no estaba en absoluto preocupado por la posibilidad de una gran crisis tras el *crash* de las tecnológicas: «No estoy en exceso preocupado porque creo que la Fed es nuestra amiga».[30] Yardeni no se equivocaba. Su amiga estaba allí cuando se la necesitaba, y eso hacía que los inversores se sintiesen más confiados para asumir riesgos descomunales.

No solo *outsiders* consideraban que la política seguida por la Fed era muy arriesgada. El 14 de diciembre de 2004, en la convención estatal de la Fed, «algunos participantes» advirtieron de que la política de la Fed de mantener bajos los tipos de interés había animado «a asumir riesgos excesivos en el mercado financiero» y «la demanda en el mercado por casas y apartamentos comenzaba a tener una evidente naturaleza especulativa».[31] Como la institución financiera más

importante del mundo, la Fed ejercía un extraordinario grado de influencia en la economía global con su rebaja de los tipos de interés.

El analista financiero George Cooper, cuyo objetivo es rehabilitar las tesis keynesianas sobre el mercado financiero, establece ciertas similitudes entre el intervencionismo económico de John Maynard Keynes y su defensa de la estimulación de la demanda en tiempos de crisis y el comportamiento compulsivo de rebaja de tipos de interés practicado por la Fed, y curiosamente considera a esta última ser más «papista que el Papa». Keynes afirmaba que toda economía debía ser estimulada para escapar de una recesión profunda. La Fed y los políticos actuales, de entrada, han estimulado sistemáticamente la economía para prevenirla de entrar en recesión. Esto se denomina en terminología de Cooper «keynesianismo preventivo». Las recesiones envían mensajes esenciales a los actores de los mercados, haciéndoles saber que sus inversiones han fallado y que han prestado en exceso. Ello les fuerza a renunciar a malos proyectos y a deshacer posiciones demasiado arriesgadas, trasladando su capital a otras áreas de la economía más productivas. Si los bancos centrales y los políticos intervienen en cada ocasión para salvar la economía de la recesión, generan en deudores y acreedores un falso sentido de seguridad que les hace asumir mayores riesgos. Paulatinamente se construirá una enorme montaña de deuda justo debajo «de sus narices», y en algún momento el estímulo no será suficiente para prevenir el colapso.[32]

En el vigésimo aniversario del «lunes negro» de 1987, la columna «Buttonwood» de *The Economist* subrayaba que la fe inquebrantable de los mercados en la «opción Bernanke» podría llevarlos directamente al precipicio:

Un día los inversores se darán cuenta de que los banqueros de los bancos centrales no son magos. Ese día podría ser otro «lunes negro».[33]

Quitárselo a los pobres y prestárselo a los ricos

«¿Qué está pasando?», le preguntaba un atónito Alan Greenspan a un colega en junio de 2004. En esta ocasión el Maestro se había topado con un enigma que ni siquiera él era capaz de descifrar. Tras todo un año con los tipos en el 1%, finalmente había comenzado a preocuparse por el *boom* inmobiliario y en consecuencia había ajustado el tipo al 1,25%. Pero los tipos a largo plazo, que normalmente siguen al tipo a corto plazo, no solo no subieron sino que bajaron, y Greenspan se había quedado de piedra. Esta pauta volvería a repetirse. La Fed incrementó los tipos progresivamente y tardó más que nunca el que el tipo de interés a largo plazo, lo que el mercado está dispuesto a pagar por la deuda emitida por el Tesoro a 10 y 30 años, se elevase.

Lo que había ocurrido es que la Fed ahora tenía competidores. Ya no era la única que inyectaba dinero en la economía estadounidense. Los países de medio o

bajos ingresos del mundo se habían incorporado. La globalización permitía a estos países crecer más rápido que nunca y ahora reclamaban una porción mayor de la economía global. Esto mismo condujo a un crecimiento exponencial de los ahorros totales y los países en vías de desarrollo cada vez más invertían más capital en el extranjero.

En 1999, la balanza de pagos por cuenta corriente de los países en desarrollo era negativa, esto es, los países en vías de desarrollo importaban capitales de otras partes del mundo para mantener sus economías en funcionamiento. Pero en los primeros años del siglo xxi se ha producido una rápida reversión de la situación, y China y los países exportadores de petróleo en particular comenzaron a ahorrar sus beneficios. En 2004, contaban con 400 millardos de dólares de capitales financieros y tan solo dos años después alcanzaron los 600 millardos de dólares. La mayoría de este capital se exportó a los Estados Unidos empleándose en la compra de deuda pública, manteniendo el precio del dinero —tipo de interés— bajo. Esta es una de las explicaciones para el tan discutido desequilibrio global que hace que los americanos aumenten su crédito e importen más y más y ahorren cada vez menos.

El Presidente de la Fed, Ben Bernanke, se ha referido a este fenómeno como «ahorro desmesurado». Es una paradoja, pero es un hecho de sobra conocido que los pobres ahorran con frecuencia una proporción mayor de sus ingresos que los ricos, porque los pobres necesitarán reservas en caso de que vengan malos tiempos o gastos inesperados. Al aumentar los ingresos de los pobres, han aumentado al tiempo sus ahorros, y las oportunidades para invertir en los países pobres son con frecuencia limitadas en parte porque los mercados financieros están tan poco desarrollados que sería imposible sacar un beneficio que merezca la pena a sus inversiones. Dado que los Estados Unidos es un mercado grande y de gran liquidez, la mayoría de la gente lo percibe como un lugar seguro para invertir. Siempre se puede recuperar el dinero, lo que no pasa siempre en los países de origen de estos ahorradores.

Así y todo, parece paradójico que los países pobres hayan estado pagando el consumo de los ricos en estas grandes cantidades. En su libro *Fixing Global Finances*, Martin Wolf, uno de los principales analistas del *Financial Times*, sostiene que este fenómeno no es resultado del ahorro espontáneo y la libre actuación de las fuerzas de los mercados. De hecho, estas inversiones son fruto de una decisión firme y sostenida en el tiempo tomada por los gobiernos de los países en desarrollo. La explicación para esto puede ser la experiencia reciente de estos países en crisis financieras. Dado que sus mercados financieros se han quedado tan a la zaga, el capital raramente se canalizaba a inversiones productivas y se creó una importante dependencia de capital extranjero a corto plazo. El problema es que este es el tipo de capital que abandona el país a los primeros signos de crisis. El

golpe final lo dio la crisis asiática de 1997, cuando Occidente y el FMI obligaron a los países azotados por la crisis a aceptar condiciones humillantes a cambio de recibir cualquier ayuda. Muchos países asiáticos decidieron que esta sería la última vez que dependían de la generosidad de terceros. Esta es la causa por la que comenzaron a construir sus propias defensas.

En opinión de Wolf, esta inversión tenía un objetivo específico: «En el centro de la historia de desequilibrios está la acción oficial de intervenir en los mercados de divisas para mantener las mismas bajas».[34] Si, por ejemplo, decimos que el gobierno chino rebaja el tipo de cambio de su moneda nacional, el yuan, los exportadores chinos podrán vender más barato a otros países mientras que sus consumidores habrán de pagar precios más altos.

Si las fuerzas del mercado han completado su giro, los ingentes ingresos debidos a la exportación habrán empujado al alza el valor de la divisa. Y ello porque el resto del mundo tendrá que comprar yuanes para poder seguir adquiriendo productos chinos. Para impedir este efecto el gobierno chino compró enormes cantidades de deuda pública del Tesoro de EE.UU. Todo está basado en una serie de acciones gubernamentales. Lo que Wolf define como la mayor operación de reciclaje de la historia. El gobierno chino (por poner un ejemplo) obtiene dólares por sus exportaciones pero tiene que asegurarse al mismo tiempo que continúa dándose superávit en el balance de pagos por cuenta corriente. Por consiguiente trata de reducir el consumo privado a partir de mantener los impuestos elevados, un tipo de interés elevado y restricción del crédito. Con este curso de acción China ha logrado que el ahorro se establezca en un nivel del 60% en relación al PIB. Ninguna otra economía en la historia ha logrado esto. Se ha empleado un billón de dólares en comprar obligaciones del Tesoro de los Estados Unidos.

En un mundo con cada vez más inversores, los Estados Unidos comienzan a ocupar el lugar del último prestatario al que acudir. No hay nada inevitable en esta situación desde una perspectiva histórica. De hecho, las principales economías del mundo tienden a ser receptores de capital, como ocurrió en Gran Bretaña durante el siglo xix. Pero ahora más del 70% de los capitales se dirigen al mercado financiero de los Estados Unidos, acciones, obligaciones, cuentas corrientes, inversión directa, y por encima de todo al Tesoro Público. Sin embargo esto no estimula la inversión. En su lugar, los hogares norteamericanos consumen más y ahorran menos. Y esto no quiere decir que el dispendio americano sea lo que ha ocasionado este desequilibrio. Martin Wolf apunta a que los americanos, si ha sido el caso, han prevalecido sobre otros prestatarios al estar dispuestos a aceptar tipos de interés más elevados. El dispendio ha sido un efecto y no la causa. Los gobiernos de países con ingresos bajos y medios comenzaron a aumentar sus inversiones y ahorro y causaron la rebaja de los tipos de interés hasta el punto de

que los americanos se encontraron en situación de gastar. Hasta que estos países no permitan que el mercado establezca tipos de cambio y desarrollen mercados financieros que hagan beneficioso para ellos invertir en sus propias economías, estos desequilibrios subsistirán.

Los regidores de la Reserva Federal y muchos reputados economistas han denunciado que esta política hace que no se les pueda responsabilizar a ellos de la burbuja inmobiliaria. Greenspan no hubiera podido resistirse a la circulación de estos capitales, señalan. A pesar de lo que había hecho la Fed con los tipos de interés a corto plazo, los tipos a largo plazo debieron rebajarse a la fuerza también. Pero esto es fácil verlo en retrospectiva. Cuando la Fed redujo los tipos del sistema interbancario lo hizo asumiendo conscientemente un riesgo, ya que creían que de no hacerlo sería el comienzo de una profunda crisis. Greenspan aumentó la presión sobre los tipos a largo plazo cuando redujo los tipos a corto plazo, lo que demuestra que era la Fed quien estaba tomando las decisiones. Y fue una gran preocupación para él el que a los tipos de interés a largo plazo les llevase tanto tiempo mostrar una tendencia alcista a partir de 2004, y es imposible de entender el que no aumentasen los fondos de la Fed más rápido. Incluso aun cuando el tipo aumentaba, estaba aún tan bajo que la principal influencia de la Fed durante mucho tiempo consistía en inyectar más liquidez en la economía, lo que ocasionaba simultáneamente que los tipos de interés a largo plazo continuasen bajos. La creencia de que solo factores externos controlan los tipos de interés a largo plazo es errónea. Investigaciones recientes demuestran que los ajustes de la Reserva Federal sobre los tipos de interés a corto plazo influyeron notablemente en los tipos de los préstamos a 10 y 30 años.[35] O, dicho de otro modo, las decisiones que tanto la Fed como los países en desarrollo tomaron causaron en gran medida que el interés a 10 años se desplomase de casi un 7% en 2000 a menos del 3,5% en 2003.

La reducción del tipo de interés no solo contribuyó a la burbuja inmobiliaria. En combinación con altas tasas de crecimiento provocó una escalada de riesgo. Si pierdes el interés en depósitos bancarios u obligaciones pronto empezarás a buscar inversiones más arriesgadas de las que se podría obtener un beneficio mayor. Los inversores comenzaron una competición para encontrar mercados más arriesgados en los que introducirse, y si el beneficio era pequeño no tenían reparo en pedir dinero prestado para asegurarse de que ese insignificante beneficio se multiplicaba varias veces (a esto se le llama «apalancamiento»). Es más, el gobierno de los EE.UU. subvencionó la deuda de empresas enroladas en esta competición al permitir que se dedujesen los pagos realizados en virtud de esos préstamos del impuesto que grava los ingresos de las empresas. El Departamento del Tesoro de los EE.UU. advertía en diciembre de 2007:

La actual legislación fiscal de los Estados Unidos favorece la deuda como forma de financiación sobre otras, ya que las empresas pueden deducirse los costes

de los intereses pero no los beneficios generados por la financiación con base en participaciones… La excesiva dependencia del endeudamiento para la financiación impone costes adicionales a los inversores a causa del aumento del riesgo asociado, del estrés financiero y la bancarrota.[36]

Era más barato usar el dinero de otros que el propio, y las compañías se esforzaban en reducir sus márgenes. El riesgo, obviamente, se concentraba en el peligro de devolver los préstamos en caso de crisis, pero esto parecía un peligro imaginario en un mundo inundado de capital. Además las altas tasas de crecimiento hacían que pareciese que existía un amplio abanico de potenciales objetivos para invertir. James Grant escribió un libro titulado *The Trouble with Prosperity*, y el economista norteamericano Hyman Minsky afirmó que «la estabilidad conduce a la inestabilidad». Si las cosas parecen estar bien, solo pueden ir a peor.

«Los inversores decían "ya no quiero acciones, y no obtengo beneficio alguno de mis obligaciones"», y un financiero, creador de muchos novedosos productos financieros, explicaba «dos cosas han ocurrido. Se han apalancado cada vez más y han buscado nuevos productos más arriesgados. Dame beneficio, dame crédito, dame retorno».[37]

Es el déficit, estúpido

Los hogares norteamericanos no eran los únicos que estaban vaciando sus huchas y cuentas bancarias. El Gobierno de los EE.UU. estaba haciendo lo mismo. Hacia el año 2002 la Administración Bush había convertido un superávit de 127 millardos de dólares en un déficit de 158 millardos. Y esto no era solo consecuencia del giro general de la economía, sino el resultado de decisiones políticas conscientes. El clásico lema demócrata «graba y gasta» se había transformado en el republicano «toma prestado y gasta». Tras su toma de posesión en enero de 2001, el Presidente Bush comenzó a presionar para lograr una reducción en los impuestos de 1,3 billones de dólares en 10 años, pero sin una reducción proporcional en los gastos. Al contrario, contribuyó a que aumentasen los gastos del gobierno, especialmente tras el 11 de septiembre, a causa tanto de la guerra en Irak y Afganistán como de gastos domésticos. El año 2003 el programa Medicare suponía la partida presupuestaria más elevada del gobierno de los EE.UU. desde 1960.

La administración Bush representaba una nueva forma de conservadurismo —conservadurismo de gobierno grande— que defiende que el sector público gubernamental no debe ser eliminado sino empleado para alcanzar los objetivos conservadores. El Secretario del Tesoro, Paul O'Neill, advertía que el camino seguido estaba marcado por la irresponsabilidad y que pronto sería necesario o elevar considerablemente los impuestos o recortar drásticamente los gastos. El

Vicepresidente Dick Cheney le desmintió afirmando que el déficit presupuestario carecía de relevancia. Un mes más tarde, O'Neill fue despedido. La revista conservadora *Weekly Standard* informaba a sus lectores de que efectivamente el déficit presupuestario no importa: es una cosa buena porque ayuda a salvaguardar la economía de la recesión.[38] El keynesianismo se había popularizado entre los neoconservadores.

En múltiples ocasiones las iniciativas provenían del Congreso y no de la Casa Blanca, como subvenciones al algodón o puentes que no unían nada. La tendencia derrochadora de los miembros del Congreso se había delimitado a través de una ley que a partir de 1990 establecía que todo nuevo gasto o recorte de impuesto debía estar acompañado de una propuesta presupuestaria equivalente, o de tratarse de recortes sensibles de los que nadie quería responsabilizarse se reconducirían directamente a las fuerzas armadas y los programas a ellas vinculados. Alan Greenspan advirtió al Comité Presupuestario del Congreso que de no existir este tipo de mecanismos muy pronto la tendencia inherente de la política a aumentar el déficit escaparía a todo control. La mitad de los miembros de dicha Comisión no acudieron a la intervención de Alan Greenspan, y la otra mitad, obviamente, no atendió a su advertencia. El 30 de septiembre de 2002, la Budget Enforcement Act fue derogada por una amplia mayoría. Los miembros del Congreso eran de nuevo libres para prometer a los votantes lo que fuese.

Llegados a este punto el país hubiera necesitado un presidente que pudiera hacer frente a las exigencias del Congreso y usar el veto contra gasto irresponsable. Ronald Reagan empleó el veto 78 veces durante su presidencia, a menudo contra leyes que suponían mayor gasto. George H.W. Bush vetó 44 leyes en sus 4 años en la Casa Blanca. Su hijo, en cambio, se convirtió en el primer presidente en 176 años en agotar un mandato sin vetar ley alguna. Después de cinco años en el poder, George W. Bush aún no había empleado el veto.[39] Un consternado Alan Greenspan trató de persuadir al Presidente de vetar al menos algunas leyes menores que implicaban gasto, para hacer entender al Congreso que no podían pretender aprobar lo que les viniese en gana. Solamente para que le fuese respondido que el Presidente se abstenía de cualquier consideración en favor del Speaker del Congreso Dennis Hastert, en la convicción de que le podría controlar mejor no desafiándole. Esta fue la prueba definitiva de que un solo partido controlaba tanto la Casa Blanca como el Congreso, y se abría la barra libre pagada con el dinero de los contribuyentes.

En 1989 el magnate inmobiliario Seymour Durst instaló un marcador electrónico en un edificio cercano a Times Square en la ciudad de Nueva York. Era un «marcador de deuda nacional», y el objetivo de Durts era hacer notar el hecho de que la deuda pública de los EE.UU. había alcanzado unos increíbles 2,7 billones de dólares y continuaba creciendo. En 2004, fue sustituido por uno nuevo que

podía contar hacia atrás, lo que no dejaba de ser excesivamente optimista. Hacia adelante era el único modo en que el marcador debía contar y el 30 de septiembre de 2008 alcanzó su límite máximo, la deuda había sobrepasado los 10 billones de dólares por primera vez. Esto significaba que el marcador se había agotado. Un nuevo marcador de la deuda pública debía instalarse, con espacio para dos dígitos más, por si acaso.

Durante el mandato de Bush, millardos de dólares en subvenciones se destinaron al transporte, la agricultura, educación y la industria farmacéutica. En general, el Presidente Bush incrementó los gastos más rápido que ninguno de sus predecesores desde Lyndon B. Johnson. El funcionario del Tesoro durante la Presidencia Bush, Bruce Bartlett, ha expresado una feroz crítica sobre el 43.º presidente:

Es justo decir que el predecesor demócrata de Bush, Bill Clinton, fue mejor en relación a las cuestiones presupuestarias de lo que él lo ha sido. Clinton vetó leyes porque suponían incurrir en un gasto excesivo. Bush nunca lo hace. Clinton no solo redujo el déficit, sino que recortó los gastos. Bush ha aumentado ambos. Clinton abolió un programa de ayuda social. Bush ha creado uno extremadamente caro.[40]

En los primeros años del siglo xxi los americanos han hecho frente a un problema bien agradable. Estaban cercados por instituciones que les arrojaban dinero. La Reserva Federal estableció el tipo de interés más bajo del último medio siglo; la Administración continuaba gastando a niveles históricos mientras bajaba los impuestos; y los países en desarrollo que ahorraban más que nunca enviaban su dinero a los Estados Unidos.

La crisis económica que golpeó a diversos países en desarrollo de Asia y Latinoamérica en los 90 fue clave para elección de un tema de investigación para el economista Nouriel Roubini. Se dedicó al estudio de los presupuestos y pautas de comportamiento de este tipo de crisis. En su trasfondo suele darse siempre la burbuja de ciertos bienes financiados por préstamos extranjeros de alto riesgo que podrían causar un pánico repentino en el sistema financiero. En 2004, el profesor Roubini trató de discernir cuál sería el siguiente país en tener problemas. ¿Dónde podían encontrarse las mayores burbujas y peor déficit? Su respuesta fue que el país que se parecía más a un destartalado país en desarrollo era, de hecho, la mayor economía del mundo: los Estados Unidos de América.[41]

Ludwig von Mises ya lo había avisado con tiempo en 1944:

Cierto, los gobiernos pueden rebajar los tipos de interés en el corto plazo. Pueden imprimir más papel moneda. Pueden abrir el camino de la expansión del crédito a los bancos. Pueden, en consecuencia, crear un *boom* artificial y la apariencia de prosperidad. Pero un *boom* de este tipo está condenado a colapsar tarde o temprano y conduce a la depresión.[42]

II.
CASTILLOS EN EL AIRE

Viene la victoria de una tierra llamada fantasía.
De una canción de Earth, Wind and Fire
oída durante la fiesta de Navidad
de Fannie Mae en 2006

Henry Cisneros visitaba a menudo Lago Vista, una nueva área en desarrollo al sur y en la parte pobre de San Antonio, Texas. En esta zona abundaban las tiendas de empeño y los concesionarios de venta de coches usados. Cisneros estaba preocupado por asegurarse de que las personas que vivían en las 428 casas construidas estaban satisfechas, ya que él era el que las había puesto allí. Y esto literalmente porque su compañía, American City Vista, era la que había impulsado esta promoción en el año 2000, pero también espiritualmente, ya que, como Secretario de Vivienda con Bill Clinton entre 1993 y 1997, impulsó drásticos cambios en el sistema que provocó el aumento exponencial del número de propietarios de clase baja. Nieto de un inmigrante mexicano, Cisneros siempre tuvo debilidad por las minorías étnicas que no podían acceder a la compra de una vivienda: la mayoría de los residentes en Lago Vista son latinos. El carisma y la energía de Cisneros lo convirtieron en el Secretario de Vivienda ideal para el Presidente Clinton, que había prometido en su campaña que su Administración ayudaría a la gente a convertirse en dueña de sus casas.

Una de las compañías promotoras de Lago Vista utilizaba en un anuncio esta expresión: «Uno de los mayores errores de la gente hoy es quedarse sentado en casa pensando: no puedo permitirme comprar». De hecho, las subvenciones gubernamentales hicieron posible para mucha gente el conseguir hipotecas cuantiosas sin necesidad de poner un solo céntimo de su bolsillo. «Este fue nuestro primer hogar», explica un residente de Lago Vista. «Yo estudiaba entonces y ganaba 17.000 dólares al año, mi esposa estaba en el paro. En retrospectiva, ¡¿cómo lo conseguimos?!».

La política de aumentar el número de propietarios, perseguida con el mismo entusiasmo por los presidentes Clinton y Bush, tuvo un éxito sin precedentes. El número de personas que eran propietario de sus hogares se había mantenido estable durante los últimos 30 años, pero repentinamente pasó de estar por debajo del 64% a superar el 67% entre los años 1993 y 2000, y en 2004 alcanzó el 69% por primera vez.[43] La izquierda encontró en esto un medio para reducir la discriminación y la exclusión social; la derecha pensó que era una forma de

consolidar una sociedad basada en la propiedad y concedía a los que tenían bajos ingresos una oportunidad de disfrutar del sueño americano. Ambos utilizaron al gobierno como instrumento de desarrollo. En unas declaraciones recientes del economista de izquierdas James Galbraith, hijo del legendario John Kenneth Galbraith:

El sector inmobiliario existe a esta escala gracias a una amplia red de instituciones financieras que lo alimentan, a depósitos federales que lo aseguran, a los mercados hipotecarios secundarios sostenidos por empresas quasi-públicas (Fannie Mae, Ginnie Mae, Freddie Mac) y la deducción tributaria por hipoteca. Desde 1986, cuando la deducción en virtud de otras formas de interés fue eliminada, el índice de propiedad inmobiliaria se elevó gracias al Estado, no al mercado.[44]

Al otro lado del espectro político, el entusiasmo estaba no menos extendido. El antiguo Presidente de la Fed, Alan Greenspan, afirmaba no hace mucho:

Claro que estaba al tanto de que el flexibilizar las condiciones de las créditos hipotecarios para los prestatarios de peor calidad aumentaba el riesgo financiero, al igual que las iniciativas que subvencionan la propiedad distorsionan la realidad del mercado. Pero entonces pensaba, como lo hago ahora, que por extender la propiedad inmobiliaria merecía la pena correr el riesgo.[45]

Pero no hizo falta mucho para que comenzasen a aparecer los primeros signos de debilidad, y en retrospectiva todo este proyecto político parece que fue edificado sobre arenas movedizas. Henry Cisneros ya no visita la promoción Lago Vista. No solo el circuito de *jogging* y la playa artificial que se proyectaron no se han hecho realidad, sino que cada vez más y más familias se encuentran en dificultades para pagar los préstamos que se les otorgaron sin apenas comprobar su solvencia. Un número cada vez mayor de hogares son abandonados por sus propietarios, y los bancos los están liquidando, esto es, tratando de venderlos muy baratos para disminuir sus pérdidas. Toda la zona está comenzando a deteriorarse y los residentes se quejan del aumento de la delincuencia.

Los desahucios se están propagando a lo largo de los Estados Unidos como un fuego descontrolado. Hacia octubre de 2008 más de 279.500 hogares americanos estaban subastándose, y no había demasiados compradores.[46] La noble aspiración de extender la propiedad inmobiliaria a nuevos colectivos ha fracasado y las estadísticas vuelven a mostrar las mismos viejos números; la diferencia es que muchas personas han visto destruidas sus economías domésticas por el camino. Cuando el *New York Times* presentó el perfil de Henry Cisneros a día de hoy, mostró gran perspicacia a «toro pasado»: «La gente que se convirtió en propietaria de sus viviendas no debería haberse convertido en propietaria de sus viviendas», afirmó.[47]

Un mensaje para la comunidad de entidades de crédito

El primer programa gubernamental para aumentar el número de propietarios de viviendas se puso en marcha durante la Gran Depresión, a partir de 1930. A causa de la no concurrencia entre la inversión y el crédito en diferentes estados en esta época, no se pudo establecer un mercado nacional hipotecario que extendiese el riesgo.[48] Para compensarlo el Presidente Franklin D. Roosevelt fundó una corporación hipotecaria federal, la «Federal National Mortgage Association» en 1938. En 1968 se permitió a los inversores particulares entrar en el accionariado de Fannie Mae y así esta no computaría como gasto en el presupuesto federal, que estaba entonces sobrecargado por la guerra de Vietnam y sus gastos implícitos. Pero ni con estas podía caber duda de la vinculación con el gobierno federal. El Presidente de los Estados Unidos nombraba a cinco de los miembros del Consejo de Dirección de Fannie Mae, y había una garantía federal implícita para las hipotecas. Al tiempo, la división que operaba con hipotecas directamente generadas por el gobierno federal se escindió y se formó una institución independiente denominada «Government National Association», o Ginnie Mae. Tras la estela de Fannie Mae el Congreso creó la «Federal Home Loan Mortgage Corporation» en 1970. Freddie Mac tenía como objetivo inicialmente establecido auxiliar a asociaciones de ahorradores y de crédito, pero más tarde las autoridades lo orientaron a competir directamente con Fannie. Juntos formaban el mercado hipotecario secundario convencional.

Esto significaba que ni Fannie ni Freddie prestaban dinero directamente a los compradores, sino que cuando un banco lo prestaba Fannie y Freddie compraban a su vez el crédito al banco, con lo que el banco conseguía su dinero de vuelta de inmediato y podía prestar incluso más a otros posibles compradores. Alguna vez Fannie y Freddie conservaban los créditos que habían comprado a los bancos, pero a menudo juntaban estos y otros créditos, los «empaquetaban» y los vendían a otros inversores, con lo que liberaban recursos para comprar más hipotecas. Simultáneamente, Fannie y Freddie garantizaban que se harían cargo tanto del principal como de los intereses en caso de que los deudores dejasen de pagar. Por esta generosa garantía cobraban una tasa que les hizo amasar un beneficio descomunal.

En la discusión acerca de su influencia en la burbuja inmobiliaria, la derecha les ha acusado de ser corporaciones públicas, mientras que la izquierda las tildaba de empresas de iniciativa privada. Pero, como hemos descrito, son un tipo totalmente nuevo, un híbrido entre lo público y lo privado. El término técnico para el híbrido que ellos ejemplifican es empresa patrocinada por el gobierno (GSE). Una GSE es potencialmente el tipo de empresa más nocivo, ya que permite al capital privado correr cualquier riesgo imaginable y embolsarse los beneficios contando que cualquier pérdida será cubierta por los contribuyentes. Fannie y

Freddie son de propiedad privada pero con una clara misión política y con una garantía federal implícita en caso de quiebra. Esta garantía ha hecho de su modelo de negocio una experiencia muy lucrativa. Gracias a la garantía federal han sido capaces de prestar a intereses más bajos que los demás (casi tan bajo como el tipo de interés que el gobierno federal paga por su propia deuda) y han usado el dinero que tomaban prestado para comprar hipotecas al interés normal de mercado. La Oficina Presupuestaria del Congreso ha estimado que Fannie Mae ganó 3,9 millardos de dólares con este modelo en 1995, de los cuales 2,5 se emplearon para reducir costes hipotecarios, mientras que el resto era puro beneficio. A mayor abundamiento, Fannie y Freddie han estado exentos de las normales exigencias a los capitales, así como de cualquier impuesto estatal o federal. Estas exenciones suponen varios cientos de millones de dólares cada año.[49]

Fannie y Freddie solían centrarse en reducir los costes inmobiliarios generados a la clase media, pero durante la Administración Clinton se orientaron hacia la clase baja. El candidato Clinton había insistido en la necesidad de expandir la propiedad inmobiliaria a nuevos colectivos y la maquinaria hipotecaria había recibido el mensaje. En marzo de 1994, Fannie prometía un «compromiso de un billón de dólares» para hacer por las clases bajas y las minorías lo que anteriormente había hecho por las clases medias. Se gastó un billón de dólares en conseguir a 10 millones de personas con pocos recursos sus hogares.

Otro ejemplo de estos cambios que se estaban produciendo fue el endurecimiento de la «Community Reinvestment Act», una ley que entró en vigor en 1977 y trataba de reducir la discriminación de las minorías en el mercado inmobiliario. Muchas de las zonas urbanas de las ciudades estaban en franco declive y muchos creían que era consecuencia de las dificultades que las clases bajas tenían para poder conseguir un crédito hipotecario. Esta ley obligaba a que cualquier banco u otro tipo de institución que estuviese cubierta por garantías federales debiera proveer de préstamos hipotecarios en zona de operaciones incluyendo a las áreas pobres. La tarea de supervisar este proceso recayó sobre las agencias gubernamentales que supervisaban a los prestamistas en otros ámbitos.

Este modelo descentralizado de supervisión tenía sus limitaciones, pero la modificación de 1995 llevó a un proceso estandarizado de seguimiento. El proceso decisorio por el cual se concedía un préstamo dejó de tener interés; lo que importaba ahora era el número de hipotecas concedidas a hogares que ingresaban menos del 80% de ingreso medio. Un banco cuyos registros en la concesión de créditos hipotecarios fuese bajo podía ser ahora obstaculizado en su deseo de expansión en nuevas áreas o incluso en fusionarse con otras entidades. A partir de 1995 los bancos de EE.UU. podían fusionarse libremente con bancos de cualquier otro estado, lo que implicaba que era muy importante para todos ellos, si deseaban expandirse, vigilar su *ranking* CRA y tener empleados dedicados a ello en

exclusiva.[50]

Un modo de demostrar la voluntad de satisfacer las necesidades de familias con ingresos bajos era comprándoles hipotecas garantizadas. La modificación de la ley hacía esto más sencillo, ya que permitía que las hipotecas fuesen «titulizadas», esto es, reunidas, re-empaquetadas y vendidas a inversores como participaciones dependiendo del riesgo que cada inversor estuviese dispuesto a asumir. En octubre de 1997 «First Union» y «Bear Stearns» anunciaron con orgullo que acababan de realizar una «transacción única». Fueron los primeros en el sector en titulizar hipotecas CRA. Las hipotecas estaban garantizadas por Freddie Mac, y aunque incluían créditos de alto riesgo recibieron el *rating* de crédito más alto posible. El responsable de CRA en «First Union», eufórico, declaró:

«First Union» está comprometido con promocionar la propiedad inmobiliaria en mercados tradicionalmente excluidos a través de una completa línea de productos hipotecarios competitivos, flexibles y accesibles. Esta transacción nos permite continuar nuestra presencia de forma agresiva en esos mercados.[51]

Las *securities* en el mercado alcanzaron un valor de 384,6 millardos de dólares tras ser compradas y vendidas varias veces. Otro pionero de este campo pudo afirmar exultante que había doblado su beneficio tras vender hipotecas CRA re-empaquetadas a un cierto banco de Nueva York que necesitaba mejorar su índice CRA.[52]

Una de las razones por las que los políticos decidieron hacer pública la información sobre las hipotecas y los índices CRA fue para alentar el debate público. Su estrategia funcionó: diversos movimientos ciudadanos comenzaron a presionar a los bancos para que ampliaran sus préstamos. Uno de estos grupos era la «Association of Community Organizations for Reform Now» (ACORN) y uno de sus activistas más comprometidos era Madeleine Talbott en ACORN Chicago. Promovió reuniones con bancos en los que trataba de persuadirles de que flexibilizasen sus requisitos para la concesión de préstamos o redujesen el monto de la entrada exigido, y organizaba protestas contra los bancos que rechazaban sus propuestas. Su objetivo era obligar a los bancos «por lo civil o criminal» a que pusieran en marcha procedimientos de préstamo más generoso.[53] La CRA concedía a estos grupos un poder real, ya que las quejas oficiales de estos grupos eran tenidos en cuenta en el proceso de calificación CRA. Así por ejemplo, Chase Manhattan y J.P. Morgan donaron cientos de miles de dólares a CRA junto a su solicitud de fusión.[54] Todo ello encorajinó a los activistas, que exigieron mayor intervención del gobierno de la nación que favoreciese el acceso a la vivienda de las bajas rentas. La propia CRA no había dado lugar a un aumento en el número de créditos concedidos, y los bancos de inversión, que fueron en realidad los que se embarcaron en las arriesgadas aventuras, no estaban asegurados por ella. Pero sí

tuvo un efecto indirecto de relevancia en alentar el crecimiento de ciertos nuevos grupos que aumentaron la intensidad del proceso político. Estos grupos, y a través de su interacción con el Departamento de Desarrollo y Vivienda, el Congreso, Fannie, Freddie, los agentes inmobiliarios y los financieros, causaron la expansión de diferentes tipos de políticas de vivienda.

Madeleine Talbott, de ACORN, fue uno de los personajes clave en lograr en 1993 el acuerdo con varios instituciones financieras para lanzar un programa innovador nacional dotado con 55 millones de dólares para conceder créditos hipotecarios a personas con rentas bajas y baja calificación crediticia. Fannie Mae compró las hipotecas. Talbott tenía depositadas grandes esperanzas en este proyecto: «Si este programa piloto funciona enviará un mensaje a todo el colectivo de entidades de crédito de que se pueden otorgar este tipo de créditos».[55]

El mensaje era alto y claro. Aún en febrero de 2008 el economista Stan Liebowitz pudo encontrar hipotecas CRA ofrecidas a través de internet con «una financiación del 100%, sin necesidad de avales (…) sin ingresos documentados (…) e incluso aunque no se hubiesen declarado impuestos».[56]

Estirando la ley

Bajo el mandato de Henry Cisneros, el Departamento de Vivienda continuó con su misión en diversos frentes. Comenzó a garantizar hipotecas a familias que solo podían demostrar tres años de ingresos estables cuando anteriormente se exigían cinco. Cisneros también facilitó a las instituciones de crédito que lo desearan una garantía federal. Ya no tendrían que entrevistar a los prestatarios, o hacer tasar las propiedades por un asesor externo.

Pero nada tuvo más relevancia que las condiciones que impuso a Fannie Mae o Freddie Mac. En diciembre de 1995, por primera vez, Cisneros estableció un objetivo cuantitativo para las carteras hipotecarias de Fannie y Freddie. Ese objetivo se establecía en la nueva estructura normativa federal introducida en 1992. Al menos el 42% de las hipotecas negociadas por Fannie y Freddie tenían que ser de familias con rentas bajas o medias y se fijaron objetivos también para el número de hipotecas que debían otorgarse en zonas marginales y familias con ingresos muy bajos. El Departamento de Vivienda se sintió especialmente satisfecho al comprobar que Fannie y Freddie no solo cumplieron con sus objetivos, sino que los superaron. Aquellos que compraron sus hipotecas de Freddie o Fannie no arriesgaron nada, ya que las dos empresas patrocinadas por el gobierno las garantizaban, y Fannie y Freddie tampoco corrían gran riesgo, ya que el gobierno federal respaldaba sus operaciones.

Pero no siempre era posible conciliar estos objetivos con los requisitos tradicionales de solvencia o de avanzar una entrada. Para estar en disposición de conceder préstamos a rentas bajas que normalmente nunca los obtendrían «las

instituciones de crédito tuvieron que flexibilizar las normas un tanto», como decía una de ellas.[57] Quien realizó esta declaración fue el CEO de Countrywide, una de las grandes del sector hipotecario, que en una reunión formal con Henry Cisneros había acordado firmar un acuerdo para realizar «esfuerzos proactivos creativos» para ampliar la propiedad inmobiliaria a las minorías y las personas con rentas bajas. En 1996 Countrywide abrió una filial dedicada a las hipotecas *subprime*.

«Subprime» es el término acuñado para referirse a un prestatario que es muy posible que acabe no siendo capaz de devolver el préstamo, posiblemente debido a quiebras o bancarrotas anteriores. Muchas instituciones norteamericanas definen como *subprime* a la persona que obtiene más de 620 en la escala FICO (de 300 a 850), que es la escala de solvencia más empleada. Dado que este perfil de cliente implica un riesgo mayor, normalmente se les aplica un interés más alto en sus préstamos que a los prestatarios *prime*. Los deudores *subprime* ahora podrían hacerse con préstamos ya en constitución o de nuevo, pues los registros de «pecados del pasado» se dejaban a un lado: se les daba la oportunidad de rehacer sus vidas. También se dieron ejemplos de abuso en la industria del crédito, cuando algunos pequeños prestamistas trataron de hacer suscribir hipotecas en condiciones desproporcionadas; a las víctimas se les ofrecían tipos bajos al inicio del préstamo, ocultándoles las gravosas condiciones que se les impondrían tarde o temprano. El que las grandes compañías de crédito entrasen en el mercado *subprime* se percibió inicialmente como un medio de mejor control y de evitar el abuso.

Countrywide, convertido ahora en un auténtico gigante, por así decirlo, tenía, en su momento de máxima expansión, más de 60.000 empleados y 900 oficinas, y era con mucho el principal proveedor de hipotecas de Fannie Mae. La suya era una relación muy estrecha; los que tenían más sentido del humor en la industria solían decir que Countrywide era una filial de Fannie. El trasfondo de esta relación estaba marcado por las ventajosas condiciones y descuentos especiales que Fannie había ofrecido a Countrywide a principios de los 90 con el fin de comprarle cuantas hipotecas fuese posible.[58] Fannie dio cuenta en un informe público de los privilegios que había concedido a Countrywide:

Countrywide tiende a seguir los criterios de colocación más flexibles posibles para las GSE (empresas participadas por el gobierno) y de acuerdo a las orientaciones de la FHA (Federal Housing Administration). Dado que Fannie Mae y Freddie Mac suelen conceder a sus mejores prestamistas acceso a los criterios más flexibles de emisión, Countrywide se beneficia de su posición como una de las instituciones hipotecarias más grandes y como uno de los participantes más activos de los programas para GSE.[59]

Los principales ejecutivos de Fannie Mae tampoco se iban con los bolsillos vacíos. En junio de 2008, el *Wall Street Journal* reveló que a dos antiguos CEO de

Fannie Countrywide les había concedido préstamos en condiciones muy favorables. A estos CEO se les denominaba en las comunicaciones internas de Countrywide como «FOA», «friends of Angelo» (amigos de Angelo), refiriéndose a Angelo Mozilo, el CEO de Countrywide. Otro amigo de Angelo era el poderoso senador demócrata Christopher Dodd, que era uno de los principales apoyos de Fannie y Freddie en el Congreso, además de uno de los principales destinatarios de sus donaciones.[60]

Existía un trasfondo que venía de largo en la progresiva relajación de los estándares de las emisiones y suscripciones realizadas por Fannie y Freddie. Ya en fecha tan temprana como abril de 1993 el Banco de la Reserva Federal de Boston publicó un ataque sistemático y de gran influencia sobre los criterios de préstamo que se habían empleado como referencia en la industria del crédito desde el inicio mismo de la banca: solvencia, ingresos estables, el pago mensual que no exceda un determinado porcentaje de los ingresos regulares del deudor, y algunos más. Esto era importante, ya que el Boston Fed, al igual que otros 11 bancos regionales, está implicado en la supervisión y la regulación de los bancos comerciales, y estas nuevas ideas se extendían a lo largo y ancho del país. En su informe de 27 páginas de 1993 trata de explicar qué deberían hacer los bancos para evitar la discriminación al otorgar préstamos. La idea fuerza del manual explica que, para atraer a clientes provenientes de minorías, las entidades deben abstenerse de «medidas poco razonables de solvencia» y en su lugar emplear criterios que sean apropiados para «la cultura económica de los consumidores, urbanos, con bajas rentas y no tradicionales».[61]

El Boston Fed sugería, entre muchas otras cosas, que las entidades de crédito no deberán mirar con escepticismo a estos solicitantes de hipotecas aun cuando el préstamo supusiera una gran parte de sus ingresos, ya que es lo normal. Apuntaba asimismo que fuentes de ingresos temporales, como la paga por desempleo, deberían tenerse en cuenta favorablemente, y que bien asociaciones de ciudadanos o gobiernos locales podrían ayudar con la entrada. Los autores de este manual llegaban a afirmar que los bancos no deberían tener en cuenta ni siquiera el que los deudores hubiesen dejado de pagar préstamos con anterioridad, porque los perceptores de rentas bajas son más sensibles a gastos inesperados de cierta cuantía. Un modo de asegurarse si alguien debía recibir un crédito o no era investigar si esa persona había participado en «programas para consumidores u orientación sobre el crédito». Para motivar aún más a los bancos a aceptar esta «buena nueva» el informe comenzaba advirtiendo que un banco demandado por discriminación podía ser sancionado con multas de hasta 500.000 dólares.[62]

No faltaron las críticas. Así los economistas Theodore Day y Stan Liebowitz alertaron sobre el riesgo de elevadas expectativas en un artículo en 1998:

Es más fácil que ocurra, al adoptar estándares de suscripción más flexibles,

que se anime a los bancos a conceder préstamos sin solvencia. Si esto es así, la política actual no habrá ayudado a sus supuestos beneficiarios si en el futuro se les desposee de sus hogares al no ser capaces de hacer frente al pago de sus hipotecas.[63]

Pero los políticos no prestaban mucha atención a los economistas que no estaban presentes en los círculos de poder. El prólogo del informe del Boston Fed que reclamaba préstamos sin solvencia estaba firmado por su presidente, Richard F. Syron. En 2003 fue designado CEO de Freddie Mac.

Henry Cisneros dimitió en 1997 como Secretario de Vivienda y comenzó una carrera profesional con base en la legislación que él mismo había promovido. Fue nombrado miembro del Consejo de Dirección de una de las compañías favoritas de Fannie, Countrywide, al tiempo que comenzaba una aventura empresarial en el campo de la promoción y el desarrollo inmobiliario junto a KB Home, de cuyo Consejo de Dirección también formaba parte junto a otro antiguo CEO de Fannie Mae. En su nuevo papel, Cisneros comenzó a edificar viviendas en zonas pobres, garantizadas por… Fannie Mae. Es un mundo muy pequeño.

Cisneros fue reemplazado en la Secretaría de Vivienda por Andrew Cuomo, el más joven hasta el momento en ocupar dicho cargo, hijo del otrora gobernador de Nueva York Mario Cuomo. Una de sus primeras responsabilidades era establecer una nueva serie de objetivos para los préstamos de Fannie y Freddie. Allanó el camino acusando a ambas entidades de discriminación con base en que insuficiente número de sus hipotecas era destinado a minorías. El colaborador más estrecho de Cuomo, William Apgar, reclamó «flexibilidad», requisitos menos estrictos de solvencia y de entrega de entrada: «Consideramos que hay gran número de préstamos a ciudadanos americanos de color que son buenos préstamos que podrían ser adquiridos por Fannie y Freddie sin riesgo si estas compañías fuesen más flexibles».[64]

En julio de 1999, Andrew Cuomo propone normas más estrictas para Fanny y Freddie. La cuota de las hipotecas concedidas a las personas que ganan por debajo del promedio de su zona se ha elevado del 42 al 50 por ciento, y la proporción en que debe ir a las personas con ingresos muy bajos aumentó de 14 a 20 por ciento. El presidente de Fannie Mae, Franklin D. Raines, fue muy receptivo al nuevo mensaje: «No hemos tenido una presencia importante en el mercado de hipotecas, pero podéis apostar que con estas metas llegaremos a tenerlo».[65]

Fannie Mae asumió el compromiso a través de un proyecto de *subprime* considerablemente dotado en septiembre de 1999. Veinticuatro bancos de 15 mercados diferentes ayudarían a Fannie Mae a proporcionar hipotecas para aquellos que normalmente no recibirían el aprobado como prestatarios. Solo tendría que pagar un 1% extra de interés en sus préstamos, y si cumplían puntualmente con sus obligaciones durante los primeros dos años incluso esta

condición sería eliminada. Fannie esperaba que al comprar estas hipotecas alentaría a otros bancos e instituciones hipotecarias a prestar más en las mismas condiciones. Este programa era de ámbito nacional y comenzó en primavera. Ese mismo año Fannie alcanzó el objetivo de doblar sus beneficios en tan solo cinco años, y sus empleados recibieron como recompensa acciones de la compañía.

En 1999, Steven Holmes apuntaba en el *New York Times* que, impulsando este tipo de proyectos, el gobierno podía causar la repetición de la crisis inmobiliaria de 1980:

Al introducirse en este nuevo ámbito de negocio, aunque sea a modo de ensayo, Fannie Mae está asumiendo un riesgo significativamente mayor, lo que podría no ser problemático en un periodo de crecimiento económico. Pero esta compañía subvencionada por el gobierno podría encontrarse con problemas si se produce un giro del ciclo económico, provocando un rescate del gobierno similar al de la industria del crédito y la inversión de los años 80.[66]

Pero en la conducta de Fannie Mae no había nada de ensayo. Al año siguiente anunció que se había alcanzado su compromiso de 1994 de un billón de dólares. En su lugar anunció el lanzamiento del programa «Compromiso con el sueño americano», por medio del cual gastarían 2 billones de dólares en aumentar la base de propietarios de viviendas a 18 millones de perceptores de rentas bajas y minorías. En el año 2000 Fannie Mae compró hipotecas *subprime* por valor de 1,2 millardos de dólares alegando que en 10 años compraría préstamos de alto riesgo provenientes de rentas bajas por 1.700 veces ese dinero. El índice de crecimiento posterior mostró que era una previsión razonable. El año 2001 Fannie compró hipotecas *subprime* por valor de 9,2 millones de dólares, y al año siguiente se gastó 15 millardos de dólares. Ese mismo año Fannie abrió una línea de hipotecas sin entrada. Hacia 2004 Freddie se había gastado 175 millardos de dólares.[67]

La expansión a gran escala de Fannie Mae y Freddie Mac en el mercado hipotecario *subprime* hizo para muchas instituciones el que fuese rentable conceder hipotecas *subprime* y luego vendérselas a Fannie y Freddie. Pero esto no fue lo único en lo que influyó. Al ampliar, sistemáticamente, el mercado inmobiliario a gente que previamente alquilaba, provocaron también un alza en los precios. Como más y más gente trataba de adquirir una de las casas de una oferta limitada, la burbuja se infló hasta que la industria de la construcción fue capaz de equilibrarse con la nueva demanda. Ahora que Fannie y Freddie se embarcaban en el mercado todavía por desarrollar de las *subprime*, enviaban un mensaje contundente a todos los que miraban con precaución a los deudores de alto riesgo y los productos financieros complejos: «Quitar todas las barreras». Y es que, si las dos grandes empresas patrocinadas por el gobierno del mercado hipotecario dicen que está ok, es que está ok.

Al mismo tiempo, Fannie y Freddie aseguraban al mundo que sus nuevos

compromisos no implicaban nuevos riesgos. En el año 2002 Fannie encargó al Premio Nobel Joseph Stiglitz, al futuro director de la Oficina Federal Presupuestaria Peter Orszag y al economista Jonathan Orszag que elaborasen un estudio para demostrar que era «extraordinariamente improbable» que Fannie y Freddie acabasen siendo insolventes. El estudio trataba de escenarios con una probabilidad de 1 entre 500.000, y en él afirmaban que el riesgo para el gobierno era «efectivamente cero».[68]

Sin embargo la nueva actitud confiada de Freddie y Fannie no era proporcionada a su capacidad. Cuando comenzaron a concederse hipotecas a un colectivo al que nunca antes se le habían concedido y a una velocidad de vértigo, ni sus analistas ni sus propios sistemas pudieron seguir el ritmo. «No teníamos ni idea de lo que estábamos comprando», admite Marc Gotts, antiguo directivo de Fannie; «el sistema había sido diseñado para préstamos de vainilla y estábamos forzándolo a asumir *brownies* de chocolate».[69]

La Secretaría de Vivienda afirmaba en sus propios documentos internos que los nuevos objetivos impuestos a Fannie y Freddie podrían hacer necesario reforzar la supervisión de las hipotecas concedidas. Preocupados de que el préstamo podría crecer de modo irresponsable, muchos ciudadanos reclamaron esa supervisión. Pero para cuando se establecieron en septiembre del año 2000 el Secretario Cuomo ya había abandonado todo esfuerzo por reforzar los requisitos o de legislar el crédito. Por ejemplo, Fannie y Freddie pudieron comprar hipotecas con cláusulas que penalizaban al deudor con intereses crecientes aunque el interés en la sociedad hubiese disminuido. En el año 2005, una de cada diez hipotecas que Fannie y Freddie habían comprado estaban diseñadas para ofrecer un bajo interés inicial para aumentar significativamente tras este periodo. Como acabó ocurriendo, el esfuerzo político por mantener el mercado *subprime* bajo control no dio ningún fruto; más bien el propio sector elaboró sus políticas *subprime*.

Al final Andrew Cuomo permitió a la Federal Housing Administration asumir incluso mayores riesgos. La FHA, que había sido fundada durante los años del *New Deal*, aseguraba millones de hipotecas compensando a las instituciones acreedoras cuyos clientes dejaban de pagar. El precio de este tipo de seguro era el mismo para hipotecas *subprime* que para las contraídas por clientes con un buen historial de crédito. Cuomo casi dobló el límite máximo para una hipoteca FHA, elevándolo a 235.000 dólares. Redujo la entrada exigida el 3%, mientras que impulsaba iniciativas que hacían que los compradores ni siquiera tuviesen que aportar ese 3% de su propio bolsillo.

Este tipo de iniciativas de las hipotecas *subprime* hicieron que el *Village Voice* definiese a Andrew Cuomo «el hombre que dio a luz a la crisis hipotecaria». Aunque muchos políticos promovían iniciativas semejantes dadas sus relaciones con Fannie y Freddie o los activistas exigían casas más baratas, la *Voice* denunciaba

que las políticas de Cuomo estaban dictadas por sus vínculos con el sector bancario e hipotecario. Las instituciones bancarias e hipotecarias eran las beneficiarias de la extensión de la garantía federal; eran ellas las que deseaban que Fannie y Freddie se centrasen en los receptores de rentas bajas al tiempo que ellos se hacían con los clientes solventes y simultáneamente eran también los que esperaban que Fannie y Freddie comprasen todos y cada uno de sus préstamos.

Cuomo era un invitado regular en la Mortgage Bankers Association (MBA), un *lobby* de gran influencia. Dos de sus colaboradores más cercanos abandonaron la HUD para recalar en la MBA, y numerosos directivos de la MBA le hacían generosas donaciones. «Real State Finance Today», el semanario de la MBA, rendía homenaje a Cuomo con regularidad. Grupos como ACORN compartían el objetivo de ampliar el mercado de las hipotecas *subprime*, pero diferían en los detalles. Los grupos de consumidores reclamaban también unas leyes más estrictas para evitar que a los hipotecados no se les facilitasen unas costosas hipotecas *subprime* cuando reunían las condiciones para otras más baratas. Cuomo, por contra, era el primer Secretario de Vivienda de los EE.UU. en disponer que las instituciones no podrían ser demandadas por engañar a los clientes para subscribir hipotecas más caras de las que les corresponderían, una clarificación celebrada por el sector en las páginas de «Real State Finance Today».[70]

«Fue un error» es como William Apgar, el colaborador más estrecho de Cuomo en aquellos días, describe la orientación de la HUD de las empresas de capital público hacia el mercado *subprime*. «Retrospectivamente puede decirse que tendríamos que haber actuado de un modo diferente».[71] Pero los políticos tienen más vidas que un gato, y desde entonces Cuomo ha sido designado Fiscal General de Nueva York, en 2006, y se habla de él como el próximo gobernador o senador.

La sociedad de propietarios

Tras el colapso de Fannie Mae y Freddie Mac en el año 2008, la Administración Bush trató de hacer circular la historia de cómo habían visto venir el problema desde hace años y todos sus intentos de prevenirlo habían sido bloqueados en el Congreso por los Demócratas. Los funcionarios de la Casa Blanca incluso hicieron funcionar un memorándum titulado «GSE - Ya os lo dijimos». Contiene un informe del año 2003 de Armando Falcon Jr. dirigido a la Oficina Federal de Supervisión de la Vivienda, cuyo fin era vigilar la actividad de Fannie y Freddie. En este informe advertía de que ambas compañías patrocinadas por el gobierno se habían comprometido en prácticas de préstamos irresponsables y asumían riesgos en su administración que les habían puesto en posición de volverse insolventes. De acuerdo a Falcon, esto causaría un efecto dominó cuya consecuencia sería la falta de liquidez en el mercado.

Hubo un pequeño detalle que Bush ignoraba en su breve informe: el mismo

día que Falcon hizo público su informe recibió una llamada de la oficina de personal de la Casa Blanca para informarle de que había sido despedido.[72]

El objetivo del Presidente Bush era crear una «sociedad de propietarios» en la que los ciudadanos tendrían el control de sus vidas y su bienestar gracias a la propiedad, que fomenta tanto la independencia como la responsabilidad. Pero él no estaba haciendo referencia al libre mercado y al derecho de propiedad, sino al empleo de todos los recursos al alcance del gobierno para tratar de modo favorable a la propiedad antes que a otras relaciones contractuales del libre mercado. Uno de los objetivos principales de Bush era aumentar el número de propietarios, y dos de sus principales colaboradores en esta empresa eran Fannie y Freddie.

Un soleado sábado de junio del año 2002 el Presidente Bush visitó la vivienda del oficial de policía Darrin West en Park Place South, un área empobrecida de Atlanta, Georgia. El agente West había podido comprar esa vivienda gracias a un préstamo gubernamental que cubrió la entrada. El Presidente se había dejado caer para explicarle el problema de los negros y los latinos que no podían ser propietarios de viviendas en igual proporción que los blancos, y lo que se proponía hacer al respecto. El número de personas pertenecientes a minorías que serían propietarios de sus hogares aumentaría en 2010 en 5,5 millones, y esto se lograría gracias a Fannie, Freddie, préstamos federales y subvenciones gubernamentales. En palabras del propio Bush:

Quiere decir que emplearemos el poderoso músculo del gobierno en combinación con los gobiernos estatales y locales para alentar a ser propietarios del hogar.[73]

De hecho los republicanos habían confirmado virtualmente todas las decisiones tomadas por Henry Cisneros y Andrew Cuomo. Bush estableció nuevas subvenciones federales para los compradores por vez primera cuyos préstamos eran avalados por un seguro federal incluso aunque no hubiesen pagado un solo céntimo de entrada. Hacia 2004 era momento de establecer un nuevo grupo de objetivos para estas empresas de patrocinio público. Cisneros había exigido que el 42% de las hipotecas de Fannie y Freddie fuesen de perceptores de rentas bajas, y Cuomo lo había elevado al 50%. La Administración Bush lo aumentó una vez más estipulando que había de ser el 56% en 2008. E incluso un cambio más drástico se produjo en la proporción de préstamos que habían de suscribirse con este mismo tipo de clientes, que pasó del 20 al 28%.

«Nadie quería desinflar la burbuja» señala Lawrence Lindsey, uno de los principales consejeros en materia económica de Bush, «hubiera supuesto entrar en conflicto con las políticas del propio Presidente».[74] Y hasta cierto punto la política de vivienda ya había adquirido su propia dinámica. Cuanta más gente pudiera suscribir hipotecas, más gente podría comprar casas y los precios seguían subiendo. Lo que complicó las cosas para los que todavía no se habían embarcado

en la aventura de comprar su vivienda, y en consecuencia requería de nuevas intervenciones políticas para facilitarles aún más el obtener hipotecas, de nuevo presionaba los precios al alza. Y, aun con todo, estas grandes hipotecas parecían inofensivas, ya que, como los precios continuaban al alza, se podía conseguir sin grandes dificultades un nuevo préstamo «contra» el antiguo hogar.

La actitud de la Administración hacia Fannie y Freddie no comenzó a cambiar hasta después del estallido del escándalo. En junio de 2003, tan solo unos meses después de que sus auditores hubiesen declarado las cuentas de Freddie Mac como «exactas y seguras», se descubrió que la empresa había separado parte de sus beneficios de 6,9 millardos de dólares de los tres años anteriores en previsión de «vacas flacas». Un examen de las cuentas de estas empresas de participación pública reveló que los libros de cuentas de Fannie Mae también habían sido amañados para asegurarse de que sus directivos recibían sus bonus completos. Otra serie de irregularidades se pusieron de manifiesto y sus altos directivos comenzaron a vaciar sus despachos.

Fue todo un *shock* que las GSE, vistas por muchos como sociedades caritativas —incluso el Presidente Bush solía decir que hacían negocios de corazón—, parecieran haber aprendido sus técnicas contables de Enron. Solo unos días antes de que se desatase el escándalo en Freddie Mac, su entidad supervisora, la «Office Federal Housing Enterprise Oversight», había declarado ante el Congreso en los siguientes términos:

Los programas y sistemas de administración y control del riesgo de la propiedad de Freddie Mac son efectivos. Sus ejecutivos en verdad transmiten un mensaje adecuado de integridad y valores éticos. La filosofía de la organización y de sus operaciones tienen un efecto que se transluce en la compañía. La estructura y jerarquía de la organización así como la distribución de responsabilidades favorece la transparencia y los controles.[75]

Poco después la OFHEO comenzó a hablar de fraude a gran escala en las empresas patrocinadas por el gobierno y las sancionó con multas de más de medio millardo de dólares. Las triquiñuelas contables reforzaron a los críticos de Fannie y Freddie dentro de la Administración Bush. Alan Greenspan lanzó una crítica furibunda por haber puesto la economía en peligro, y el Presidente Bush restableció a Armando Falcon Jr. en su puesto, el crítico de Fannie y Freddie que había sido despedido como auditor. La Administración decidió entonces reforzar la supervisión de ambas compañías y comenzó a diseñar un proceso similar al bancario de suspensión de pagos en caso de crisis que estableciese que el gobierno federal no respaldaría todas sus obligaciones. Esto hubiera supuesto un golpe mortal para el modelo de negocio de estas empresas, que estaba cimentado sobre la enorme diferencia (en palabras de Greenspan)[76] existente entre el bajo interés al que podían tomar prestado gracias al aval federal y los intereses a precio de

mercado que imponían en los préstamos que concedían.

Pero la Administración no iba a tener la última palabra. En una reunión de inversores en 1999, el CEO de Fannie Mae, Franklin Raines, había afirmado: «Gestionamos nuestra política de riesgos con la misma atención que gestionamos nuestro crédito o el índice de riesgo».[77] No se podía ser más obvio. Cuanto menor era el control que Fannie tenía sobre las hipotecas que compraba, más y más se concentraba y dedicaba dinero a controlar las amenazas políticas que podían poner en entredicho su posición financiera. Con el paso de los años había empleado también parte de sus beneficios en organizar un *lobby* con presencia local y una red de conexiones con políticos que muy pocas instituciones podían igualar. En la pasada década, Fannie había gastado 170 millones de dólares en *lobbies* y en donaciones a candidatos electorales.[78] Fannie y Freddie con frecuencia contrataban a familiares de políticos para sus oficinas locales o a políticos con los que estaban en buenas relaciones, que encontraban así un trabajo bien pagado en estas empresas subvencionadas por el gobierno cuando no estaban ocupando un cargo electo. A cambio de apoyo político, Fannie y Freddie permitían a los políticos anunciar nuevas promociones para los perceptores de rentas bajas, y de hecho consistía en la toma de decisiones políticas que no tenían que pasar por el filtro del proceso de toma de decisiones. En cambio los miembros del Congreso que trataban de restringir los privilegios de Fannie y Freddie se veían inundados por llamadas y cartas iracundas al tiempo que los votantes recibían mensajes en sus teléfonos que decían: «Tu congresista está intentando que las hipotecas sean más caras. Pregúntale por qué se opone al sueño americano de la propiedad».[79]

Esta estrategia había demostrado tener gran éxito y lo críticos de ambas compañías habían sido derrotados una y otra vez. En 1999, el Secretario del Tesoro del Presidente Clinton, Lawrence Summers, estaba gravemente preocupado por Fannie y Freddie pero sus propuestas de reforma habían sido rechazadas. Podían incluso eludir las normas del Mercado de Valores de Nueva York, que establecen, entre otras muchas cosas, que una empresa que no presenta anualmente sus cuentas debe suspenderse su cotización. Cuando Fannie no presentó cuentas, la NYSE introdujo una excepción aplicable a los casos en que «la suspensión fuese contraria al interés nacional». La SEC confirmó la excepción y Fannie Mae pudo continuar en el mercado.[80]

Uno de los que pudo comprobar la ira de Fannie y Freddie fue el congresista republicano Richard Baker, que en 2003 se hizo con la información de cuánto cobraban los principales directivos. Fannie y Freddie le amenazaron con demandarle si hacía pública dicha información, lo que hizo que se abstuviese de revelarla durante un año. Baker, que ya no es miembro del Congreso, denunció en el *Washington Post* que nunca había vivido una experiencia como aquella «arrogancia política mostrada cuando se encontraban en su apogeo; nunca ha

existido una empresa privada antes que haya ejercido esta clase de poder político».[81]

Cuando la Administración Bush les dio la espalda, Fannie y Freddie pusieron en marcha la maquinaria de presión y desataron un violento ataque en contra de sus proyectos de reforma. Movilizaron el sector inmobiliario, bancario y financiero, a los grupos de activistas a los que habían estado donando dinero, y comenzaron una gran campaña en televisión y radio. «Pero esto quiere decir que no podremos afrontar el comprar una nueva casa» declara una mujer decepcionada en uno de los muchas anuncios de TV sobre las consecuencias de las propuestas. Fannie y Freddie ganaron. Los demócratas opusieron una fuerte resistencia, logrando eliminar algunas de las disposiciones del proyecto legislativo en el Congreso, logrando que la ley finalmente quedase en papel mojado, y la administración cesó en su empeño. En el Senado, Robert Bennett, senador republicano por Utah, hizo lo posible para debilitar las disposiciones relativas a los requisitos de las *securities* y las exigencias de capital. El segundo donante en importancia del Senador Bennett era Fannie Mae. Su hijo trabajaba para Fannie en Utah.

Cualquiera podría haberlo visto venir

Para Fannie y Freddie derrotar a la Administración Bush fue similar a la original victoria del General Pirro sobre las tropas romanas en Asculum. Solían disfrutar del apoyo firme de ambos partidos y ahora, en cambio, el gobierno les había dado la espalda, con lo que se veían abocados a confiarse más y más a los demócratas, que pretendían una ampliación más rápida de la operación más popular de ambas empresas: los préstamos a perceptores de rentas bajas y de minorías. La única posibilidad de supervivencia ahora consistía en fomentar el apoyo demócrata eliminando cualquier restricción en el crédito, la solvencia y el préstamo. Habían perdido el paso con otros competidores a cuenta del escándalo contable y ahora se veían compartiendo el mercado. En este punto la mayoría de los que percibían ingresos bajos podía ya suscribir una hipoteca en condiciones normales de mercado. Las empresas de capital público debían aventurarse ahora en nuevos territorios incluso más arriesgados en su intento de recuperar el terreno perdido.

Daniel Mudd, CEO de Fannie Mae, no permitió ninguna duda sobre su estrategia futura. Comunicó a sus trabajadores que «fuesen más agresivos en la toma de riesgos o se marchasen de la empresa». Un antiguo trabajador explicaba en el *New York Times* que todo el mundo sabía que habían comenzado a comprar hipotecas de un modo insostenible en el tiempo «pero nuestras órdenes eran seguir haciéndolo y atender a los deudores con ingresos bajos. Y eso fue lo que hicimos».[82]

A mediados de 2004, el Director de Riesgo de Freddie Mac, David Andrukonis, le comunicó al CEO Richard Syron que la comprobación de la solvencia se había vuelto demasiado laxa y arriesgada y que se estaba exponiendo a la empresa y al país a un gran riesgo financiero. Pero Syron desoyó las advertencias explicándole a Andrukonis que Freddie Mac ya no estaba en posición de decirle que no a nadie.[83]

Incluso aun cuando la Administración Bush había criticado a Fannie y Freddie por la irresponsable asunción de riesgos, inexplicablemente les allanó aún más el camino al decretar en octubre de 2004, al aumentar drásticamente sus objetivos del número de hipotecas para perceptores de rentas bajas.

Como ya mencionamos, la proporción de este tipo de hipotecas se había incrementado cada año del 50% en 2000 al 56% en 2008. La concesión de créditos a colectivos de muy bajos ingresos pasó del 20 al 28%.

Llegados a este punto comenzó a extenderse un espíritu derrotista en Fannie Mae y Freddie Mac. Los principales ejecutivos se habían rendido en su esfuerzo por satisfacer a sus múltiples señores: las exigencias de los accionistas de beneficios a largo plazo no eran conciliables con las directivas de los políticos de acelerar el paso. Un empleado describe cómo el debate interno en las oficinas se centraba en el tiempo que tardaría la situación en estallar:

No era demasiado complicado darse cuenta de lo que estaba pasando en relación a la calidad de los préstamos. Todo el mundo podía haberlo previsto. Pero nadie desde fuera nos preguntó siquiera.[84]

De hecho existían razones políticas para no querer ver lo que estaba pasando. La intención era buena y los objetivos pretendidos estaban más allá de cualquier crítica. Incluso a finales de 2008, Paul Krugman, un economista de izquierdas que pronto ganaría el Premio Nobel, atacaba a los críticos de Fannie y Freddie afirmando que esta pareja nada tenía que ver con los créditos arriesgados y que ellos no habían concedido una sola hipoteca *subprime*.[85] Krugman podía estar confundiendo algunos conceptos: es cierto que ni Fannie ni Freddie habían concedido ni un solo préstamo a deudores *subprime*, porque ellos no prestaban nada; pero sí que habían comprado créditos, y una cantidad cada vez mayor de ellos eran *subprime*. Y tanto Fannie como Freddie habían tratado de cubrir su rastro aplicando una definición de *subprime* mucho más restringida que cualquier otro competidor del mercado. En julio de 2007, el Director de Riesgos de Countrywide anunció orgullosamente a sus analistas en una presentación que su institución estaba vendiendo hipotecas a Fannie Mae que estaban muy lejos de poder considerarse incluso *subprime* siendo muy generosos, pero que para Fannie eran todavía *prime*.[86] El mensaje que Fannie y Freddie estaban enviando de que comprarían prácticamente cualquier cosa fue una de las razones por las que los bancos y otras instituciones comenzaron a suscribir nuevas hipotecas subprime y

Alt-A. «El mercado sabía que necesitaba de esos préstamos», explicaba un portavoz de Freddie Mac.[87] «Alt-A» era un tipo de préstamo considerado como más arriesgado que un *prime* pero de menor riesgo que uno *subprime*. Muchos créditos fueron denominados de este modo porque no existía documentación que acreditase los ingresos de los deudores, aunque otro nombre se empleó para referirse a ellos, «préstamos mentirosos». En la práctica resultaron ser tan arriesgados como los créditos *subprime*, y se ha sugerido que las denominaciones *subprime* y Alt-A deberían agruparse en la categoría menos opaca de «préstamos basura». En 2003 los préstamos basura suponían tan solo el 8% de todas las hipotecas de los EE.UU., aumento en 2004 al 18%, y para el tercer trimestre de 2006 ya era un 22%. Cerca del 40% de las hipotecas que Fannie y Freddie compraron en el periodo 2005-2007 eran *subprime* o Alt-A.[88]

Los ambiciosos objetivos habían forzado a un cambio en la estrategia de Fannie y Freddie. En lugar de comprar hipotecas titulizarlas y venderlas, ahora se veían obligados a comprar hipotecas re-empaquetadas y titulizadas por otros. En efecto, Fannie y Freddie pronto se convirtieron en el comprador principal del tramo más seguro —del grupo específico con la mejor calificación— de cada valor. Y muchos pensaron que esto fue decisivo en la expansión descontrolada de las hipotecas *subprime* titulizadas a lo largo y ancho del mundo. La razón es que el beneficio obtenido en el tramo más seguro era apenas mayor que el interés pagado por los depósitos bancarios, esto es, que los inversores no es que estuviesen haciendo cola. Pero para Fannie y Freddie, que podían pedir prestado más barato a causa de su respaldo gubernamental, todavía era un negocio rentable. Y, toda vez que habían aportado el capital para hacerse con ese tramo, era más fácil encontrar otros inversores que estuviesen dispuestos a comprar las de mayor riesgo, que a cambio ofrecían mucha mayor rentabilidad, en ocasiones hasta veinte veces más. Esto hizo que compañías como New Century y Ameriquest comenzasen a diseñar productos específicos para Fannie y Freddie; no es coincidencia que la cantidad de las hipotecas titulizadas estuviese siempre por debajo de 417.000 dólares, que es el techo de los préstamos que podían formar parte de las carteras de Fannie y Freddie.[89]

La exposición conjunta de Fannie y Freddie al mercado inmobiliario era descomunal. A finales de 2007 la suma de la responsabilidad por las hipotecas que habían garantizado y emitido equivalía a la deuda pública de los EE.UU. Por cada 100 dólares garantizados o prestados a través de títulos solo poseían 1,2 de capital propio.[90] En agosto de 2008, Fannie y Freddie poseían créditos basura y créditos basura titulizados por valor de 1 billón de dólares, más de un quinto de su cartera hipotecaria.[91] En palabras de Nassim Nicholas Taleb, autor del libro *El Cisne Negro*, la gente tiende a subestimar las probabilidades del riesgo, «estaban sentados en un barril de dinamita». Su ejército de analistas declaraba no obstante que el

riesgo era mínimo. Tenían sofisticados modelos de gestión de riesgos. Para todos menos para uno, la caída en los precios de la vivienda.[92]

Cuando el antiguo CEO de Freddie Mac Richard Syron mira hacia atrás para ver qué salió mal, responsabiliza por las malas hipotecas a los políticos que presionaron para extender la base de propietarios incluso a familias que no podían permitírselo. Ese fue el precio que las empresas participadas por el gobierno tuvieron que pagar por sus privilegios. Pero 15 años antes, bajo la dirección de Syron, el Boston Fed había comenzado a relajar los requisitos de solvencia para la concesión de préstamos, y ya en Freddie Mac había liderado un posicionamiento creciente en el mercado *subprime*. Cuando hace poco el *New York Times* le cuestionó si había algo que hubiera hecho de otro modo, contestó: «Si hubiese tenido una mejor conocimiento de la situación podría haber hecho las cosas algo mejor. Pero, con franqueza, si hubiese tenido un conocimiento pleno de la situación, nunca hubiese aceptado el trabajo».[93]

III.
CÓMO CONSTRUIR
ARMAS FINANCIERAS
DE DESTRUCCIÓN MASIVA

La comunidad mercantil será extraordinariamente afortunada si durante un periodo de alza de precios no comete demasiados errores. Un periodo de este tipo normalmente calienta la sangre y los ánimos; presumen que la prosperidad durará para siempre, y que se trata del inicio de una prosperidad incluso mayor. Todos ellos sobrestiman la demanda de los objetos que venden o del trabajo que hacen. Casi cualquier cosa se puede creer cierta durante un corto periodo de tiempo.

Walter Bagehot, *Lombard Street:*

A Description of the Money Market

El IKB, un pequeño banco propiedad del Gobierno en Dúseldorf, estaba especializado en el préstamo a medianas empresas, pero en los últimos años se había diversificado en el mercado internacional. Además de lo anterior había decidido apostar fuerte en el mercado inmobiliario norteamericano. En las postrimerías poseía una cartera por valor de casi 13 millardos de euros de participaciones basadas en hipotecas titulizadas y participaciones de participaciones basadas en hipotecas titulizadas. Algunos denunciaron que esta pequeña entidad pagaba 200 millones de dólares anualmente a bancos de inversiones y a agencias de calificación para obtener la máxima calificación y elogios a los productos que diseñaban.

IKB colocaba estos valores como una operación especial fuera del balance que se financiaba a través de préstamos a corto plazo. Era un modelo de negocio brillante en tanto en cuanto los precios de la vivienda continuasen al alza y los hogares norteamericanos continuasen pagando sus hipotecas religiosamente. Pero IKB comenzó a comprar hipotecas de mayor riesgo incluso para multiplicar sus beneficios, y entonces algo comenzó a ir mal en el mercado inmobiliario. En el verano de 2007 nadie se atrevía ya a prestar, e IKB se vio obligado a financiar su propia operación especial, que parecía ajena al banco, y dado que IKB no tenía capacidad para hacerlo, su principal accionista, KfW, que era propiedad de los gobiernos federal y estatal alemán, se vio obligada a asumir los malos negocios de IKB.[94]

Un minúsculo banco de Dúseldorf, cuyo negocio real es el préstamo a empresas manufactureras de tamaño medio de Alemania, se había hundido a

causa de su entusiasmo por productos financieros exóticos, de los que sus clientes nunca habían oído hablar. Pero ¿qué fue exactamente lo que hundió a IKB?

Alquimia

El primer paso de este negocio inmobiliario son las llamadas acciones garantizadas por hipotecas. Es una especie de acción que se forma, por ejemplo, cuando un banco compra varios miles de hipotecas a las entidades que las suscribieron con los particulares. Dado que hay tantas familias implicadas, el riesgo asociado por impago es reducido. Y, lo que es más, los bancos compran hipotecas de diferentes partes del país, con lo que el colapso de un mercado inmobiliario local o un desastre natural no tendría un efecto negativo.

Estas acciones se «empaquetan» a continuación como participaciones de riesgo variable. El diseño básico es comparable al de un canal de riego que, por poner un ejemplo, viene del norte. Si hay suficiente agua todos recibirán agua suficiente en sus parcelas, incluyendo a los situados más al sur. Pero estos corren un riesgo mayor, ya que serán los primeros en notar la sequía cuando no haya agua suficiente en el canal. Las acciones garantizadas por hipotecas funcionan igual. Los pagos por los intereses de los deudores son recibidos primero por aquellos que poseen los valores más seguros o tramos, los calificados como Aaa, y cuando muchas hipotecas resultan impagadas serán los que compraron los tramos más arriesgados, calificados como «B» o incluso «C», los que recibirán el primer golpe si algo va mal. Si algunas familias dejan de pagar sus préstamos, con independencia de la calificación que hubiesen recibido cuando las firmaron, serán los inversores propietarios de los tramos de mayor riesgo los que no reciban retorno alguno. Pero a cambio los inversores de estos tramos recibirán mucho más dinero si las cosas van bien. Los que compran el tramo Aaa, al contrario, no soportan pérdidas hasta que todos los demás han sufrido en sus ingresos, pero a cambio obtienen un retorno mucho menor.

Tenemos, pues, un título garantizado por una hipoteca: hemos titulizado préstamos hipotecarios y creado una acción. Básicamente, esto es una manera muy inteligente de distribuir el riesgo. El amplio número de hipotecas de diversas partes del país reduce la exposición, y los inversores pueden elegir qué tipo de participaciones comprar en función del riesgo que estén dispuestos a asumir. Nos recuerda al negocio de los seguros, en el que es importante asegurar con el mismo tipo de póliza a diferentes perfiles de riesgo, y así se evita que todos sufran el mismo tipo de accidente al mismo tiempo. La titulización se comenzó a diseñar en el laboratorio de la burbuja inmobiliaria de los Estados Unidos a partir de los años 70. Ginnie Mae se estrenó en febrero de 1970 comprando un gran número de hipotecas para luego venderlas a inversores que después recibirían las mensualidades. Los prestamistas ya no tendrían que esperar 10, 20 o 30 años para

recuperar su dinero. Podían recuperar todo su dinero de inmediato vendiendo las hipotecas a un tercero, lo que les posibilitaba el poder prestar el dinero nuevamente. Esta operación fue un gran éxito y atrajo capitales a regiones en las que el mercado solía mostrarse reacio a invertir anteriormente.

Los gigantes del sector hipotecario, Fannie Mae y Freddie Mac, pronto siguieron el mismo camino, y así en junio de 1983 Freddie abrió una nueva frontera al encargar a Salomon Brothers y First Boston el agrupar las hipotecas y dividirlas de acuerdo al nivel de riesgo deseado por los inversores. Uno de los creadores de la titulización, Lewis Ranieri, de Salomon Brothers, tuvo éxito en su intento de convencer, primero a Freddie y luego a Fannie de garantizar este tipo de participaciones. Este fue el pistoletazo de salida para toda la industria del crédito; la posición de estas empresas, como empresas de patrocinio público, hizo que otros inversores considerasen estas participaciones como si estuviesen garantizadas por el Tesoro de los Estados Unidos. Pronto otras firmas de Wall Street formaron sus propias divisiones de titulización y repartir así los beneficios.[95]

En los años 80 esta idea se extendió a nuevos ámbitos, como los préstamos para coches o la deuda de las tarjetas de crédito. Pero no fue hasta los años 90 cuando la bola de nieve se convirtió en avalancha. Lo que hacía que este fuese un negocio realmente lucrativo era que se podían incluir hipotecas *subprime* en un grupo y convertirlo en una participación cuyo tramo más seguro obtuviese la mayor calificación de agencias como Moody’s o Standard & Poor’s. Era esto algo extraordinario, pero, a diferencia de lo que mucha gente pensaba, una persona que compraba una participación Aaa no recibía solo hipotecas Aaa. En la práctica, era propietario de todas las hipotecas incluidas en el paquete, de la más segura a la menos segura. Lo que quería decir que su participación más segura era que él sería el último en perder dinero si el conjunto de las hipotecas resultaban ir mal. O, en otras palabras, teníamos una máquina a la que se podía alimentar de hipotecas dudosas concedidas a familias poco solventes y las transformaba en participaciones lo más seguras que una inversión podía ser, casi tanto como obligaciones del Tesoro. Y las agencias de calificación afirmaban que incluso los tramos más arriesgados recibían esta calificación. No hace falta decir que todo esto atrajo a los inversores como la miel a las moscas.

Comenzaron a aparecer cada vez más sofisticadas evoluciones de la titulización. Cuando un amplio número de hipotecas había sido revendido como participaciones, otros inversores podían comprar unos cuantos cientos de estas participaciones, pero de diferente origen, por ejemplo de riesgo medio, y re-empaquetarlas de nuevo como un nuevo tipo de participación, una «obligación de deuda garantizada» o CDO. Este nuevo producto también se dividía en tramos de acuerdo al nivel de riesgo que los inversores estuviesen dispuestos a asumir. El propósito original de las CDO era diversificar el riesgo incluyendo diferentes tipos

de valores, pero hacia 2003 las firmas de Wall Street comenzaron a crear CDO respaldadas únicamente por hipotecas. Al igual que un valor respaldado por hipotecas, el comprador que elegía el tramo de mayor riesgo recibía un retorno mayor, pero era también el primero que sufriría pérdidas si la inversión de la CDO fracasaba.

Lo asombroso es que incluso los tramos de mayor riesgo de estas CDO podían obtener la mayor calificación de las agencias de *rating*. Dado que estaban más alejadas del mercado inmobiliario real podría pensarse que las CDO estaban menos expuestas a las fluctuaciones de los precios o a los malos préstamos. Pero en la práctica el riesgo podía ser significativamente mayor porque los creadores de las CDO a menudo compraban las participaciones garantizadas por hipotecas de mayor riesgo y las re-empaquetaban. Pero, aun cuando un creador de CDO empleaba exclusivamente grupos calificados como BBB o BBB-, el 75% de las CDO que formaban ese paquete recibían una calificación de AAA, ya que era aseguradas por una gran compañía de seguros. «Uno de los milagros de la Fe» escribía el analista de inversiones James Grant.[96]

Cualquiera podía incluso comprar unas pocas CDO, re-empaquetarlas y venderlas de acuerdo al riesgo implícito, y un tercero podía comprar un puñado de las anteriores, dividirlas nuevamente y venderlas de nuevo. La ventaja para los emisores consistía, obviamente, en las comisiones que cobraban en cada paso del proceso. La mayor parte del dinero se obtenía a partir de elaborar CDO sintéticas que no consistían en préstamos reales sino simulados, siguiendo un complicado proceso de diseño que implicaba diferentes derivados de créditos, una titulización consistente en fracciones de participaciones formadas por diferentes partes de préstamos hipotecarios.

Y, aun cuando la terminología se estaba volviendo extravagante, la mayoría de los analistas pensaban que este empaquetado y re-empaquetado de acciones y riesgos representaba una importante innovación. Hacía posible la diversificación de riesgos y por consiguiente su reducción. El riesgo se tomaba de aquellos que no podían sobrellevarlo y ofrecido a los que hasta cierto punto consideraban que podían asumirlo. El hecho de que estas participaciones que estaban basadas en hipotecas consideradas de mala calidad obtuviesen excelentes calificaciones de las agencias de *rating* convenció a casi todo el mundo de que el mercado financiero había descubierto finalmente el secreto de la alquimia, como convertir plomo en oro. Inevitablemente esto desató la fiebre del oro.

Cómo los bancos se unieron a un negocio en marcha

A mitad de los años 90 la titulización de hipotecas sufrió un acelerón provocado por un colaborador inesperado, el intento de los gobiernos y los bancos centrales de hacer el sector bancario menos arriesgado. Los países más ricos del

mundo no estaban satisfechos al ver cómo los diferentes niveles de regulación nacionales permitían a los bancos mover sus operaciones a países con legislaciones más ventajosas. En 1988, tras seis años de negociaciones en Basilea, Suiza, las autoridades bancarias y bancos centrales de estos países alumbraron un conjunto de procedimientos y normas, conocido como «Basilea I», que establecía cuánto capital un banco debía conservar para cubrir sus riesgos.

La necesidad de los gobiernos de imponer requisitos sobre la reserva y el capital de los bancos era el resultado de otra, más importante, intervención pública que había transformado por completo el sector financiero, esto es, la tendencia de los gobiernos a rescatar a los bancos en peligro. Hace mucho tiempo, los ahorradores tenían que prestar atención a si un determinado banco tendía a asumir riesgos, y los bancos tenían que poseer una posición sólida si querían que los clientes les confiasen sus ahorros. El problema clásico de la banca es que los ahorradores tienen el derecho de retirar sus depósitos en cualquier momento, mientras que ese mismo dinero se ha utilizado para conceder préstamos a largo plazo a las empresas y los hogares. Como el banquero George Bailey, interpretado por James Stewart, le dice a la preocupada muchedumbre que busca irrumpir en el banco para retirar su dinero en la película *Qué bello es vivir*:

Estáis equivocados. Pensáis que yo tengo el dinero en la caja fuerte. El dinero no está aquí. Vuestro dinero está en la casa de Joe, la que está al lado de la vuestra. Y en la casa de Kennedy y la de Mrs. Macklin, al igual que en cientos de otras.

Si todo el mundo quisiera que le devolviesen su dinero al mismo tiempo el banco no podría hacerlo. No es que el banco no tenga el dinero, es que no puede recuperarlo con la suficiente rapidez de todos a los que se lo ha prestado. El banco tiene capital pero no tiene liquidez. Esto quiere decir que los bancos están en peligro: la simple preocupación de que otros van a retirar su dinero podría hacer que la gente se apresurase a retirar el suyo primero. Los rumores y los miedos se retroalimentan.

Esta es la razón por la que los bancos centrales se configuran como «prestamistas de último recurso» para los bancos sin liquidez. El objetivo es obvio, prevenir o mitigar las crisis bancarias. Cuando los Estados Unidos fundaron su banco central, la Fed, en 1914, el supervisor bancario, la Oficina del Controlador de la Moneda, declaró eufóricamente: «Las crisis o pánicos financieros y comerciales (…) parecen ser matemáticamente imposibles».[97] Esto, desafortunadamente, no era cierto. Otro efecto fue que los bancos e inversores ya no necesitaban protegerse contra los grandes riesgos, ya que sabían que serían rescatados en caso de crisis. De hecho, se les incentivó a actuar de manera irresponsable, como si pudiesen privatizar las ganancias y socializar las pérdidas. A esto se le llama normalmente «riesgo moral». En su ya clásica obra sobre historia de las crisis financieras, Charles

Kindleberger nos ilustra: «El dilema consistía en que si los inversores sabían por anticipado que el gobierno les apoyaría generosamente cuando los precios de los bienes cayesen en picado, los mercados podrían encontrarse en problemas más a menudo porque los inversores serían menos cuidadosos en sus adquisiciones de títulos y participaciones».[98]

A mayor abundamiento, en 1933 los Estados Unidos introdujeron el seguro de depósito, lo que significaba que los ahorradores tenían su dinero garantizado incluso aunque su banco se declarase en bancarrota. Uno de los que se opuso esta decisión fue el Presidente Franklin D. Roosevelt. Amenazó con emplear su derecho de veto, ya que pensaba que el seguro de los depósitos castigaría a los bancos prudentes y supondría subvencionar a los irresponsables, y los clientes comenzarían a elegir exclusivamente a los bancos que les ofreciesen un interés más alto con independencia de los riesgos que el banco tuviese que asumir para poder hacerlo. Pero el Presidente Roosevelt tuvo que aceptar el seguro de depósito como parte de un compromiso más amplio. Antes de que los Estados Unidos tuviesen un banco central y el seguro de depósito los bancos normalmente poseían una reserva de entorno al 20-30% de sus préstamos totales. En lo que restaba de siglo XX, la ratio de capital de los banco nunca llegó a exceder del 10%.[99] Este proceso fue similar en Europa Occidental.

Cuando la administración norteamericana decidió durante la presente crisis aumentar el nivel del seguro de depósito y comenzar a garantizar los préstamos interbancarios, se presentó como un medio para crear certidumbre, estabilidad. Más tarde, sin embargo, el Secretario del Tesoro, Henry «Hank» Paulson, admitió que desafortunadamente había tenido el efecto de animar a los bancos a correr riesgos excesivos pero que habían tenido que hacerlo porque los europeos lo habían hecho así y hubiera sido muy difícil competir para los bancos norteamericanos si hubiesen actuado de otro modo.[100]

Martin Wolf, del *Financial Times*, se expresó en estos términos: «Los mercados financieros son, en efecto arriesgados… pero las intervenciones de los gobiernos tienden a hacerlos menos seguros y no lo contrario». Wolf cree que si no existiese la red de seguridad del gobierno los bancos retendrían más dinero, asumirían más depósitos a largo plazo y prestarían más en los mercados de dinero donde pueden hacerlo «líquido» más rápido. Quizá no sea esta la mejor solución, como él admite, pero cree que al menos es mejor sistema que el actual: «Dada la frecuencia de las crisis bancarias esto podría ser una mejora».[101]

Para limitar el riesgo que la protección de los gobiernos ha fomentado, los gobiernos podrían exigir conocer más acerca de las estrategias de los bancos, o si los bancos tienen problemas, bien podrían salvar los depósitos pero dejar que los accionistas y los principales ejecutivos perdiesen su dinero y sus acciones. Otra manera de lidiar con este riesgo moral sería exigir a los bancos que no prestasen

demasiado en relación a su capital. De acuerdo a Basilea I, las exigencias de capital se acuerdan con base en un método de estimación de los activos de un banco de cinco puntos. Hay activos que no se computan como riesgo, por ejemplo *cash* o préstamos a la OCDE, mientras que los activos precarios, entre los que se incluyen los créditos a la mayoría de las empresas, se computan en un índice de 1 a 100. Para las tres categorías intermedias, los porcentajes varían de acuerdo al riesgo que se considera existe. Se exigía la existencia de una cantidad de activos acomodada al riesgo asumido por cada banco, que era el capital mínimo que debían poseer. Los bancos que operaban internacionalmente eran requeridos a conservar un 8% de capital contra sus activos de riesgo. No es necesario afirmar que uno de los objetivos de este requisito era reducir la exposición de los bancos al riesgo de que sus contrapartes no pagasen lo que les adeudaban.

Las regulaciones establecidas en Basilea I comenzaron a ser aplicadas pronto en la mayoría de los países a lo largo de los 90 y pronto se extendieron por todo el mundo. Ahora el riesgo estaba controlado y la economía asegurada. O eso se pensaba. Pero, como el antiguo jefe economista del FMI Raghuram Rajan afirmó, «dado que ahora el negocio de los bancos es asumir y gestionar riesgo, cualquier intento a gran escala por atemperar la asunción de riesgos provocará que veamos su reaparición medio operaciones menos transparentes».[102]

Basilea I no ponía la asunción de riesgo bajo control. Simplemente establecía una lista de precios. Los bancos aprendieron pronto a asumir los riesgos que eran más asequibles en relación al capital. Como muchos de los antiguos riesgos se habían vuelto más caros en virtud de Basilea I, los bancos decidieron asumir nuevos riesgos de nuevas formas menos transparentes.

Además de todo lo anterior, se convirtió en increíblemente lucrativo para los bancos el eliminar ciertos ítems de sus balances, esto es, el que ciertos negocios no apareciesen en el resumen de activos y pasivos de la entidad bancaria. Simplificando mucho, se puede decir que los bancos que deseaban barrer el «riesgo debajo de la alfombra» crearon una nueva compañía especial, una «conduit» o «vehículo estructurado de inversión». Esta compañía, y no el banco, realizaba inversiones y financiaba sus operaciones tomando dinero a préstamo a bajo interés directamente del mercado financiero. El banco normalmente se comprometía a financiar a esta compañía especial en caso de que no pudiese obtener fondos suficientes del mercado, pero esta compañía es una entidad legalmente diferente del banco y ni siquiera es propiedad suya. Y en esto reside la diferencia. Si el banco invierte 100 dólares, tiene que tener un capital en reserva de 8 dólares, pero si la inversión es a través de la compañía especial requiere tan solo de 80 céntimos, y en algunos países ni tan siquiera eso. Si se invierten 100 dólares esto quizá no establezca ninguna diferencia, pero si hablamos de 100 millardos, con esta sencilla operación se ahorran 7,2 millardos.[103]

Esto supuso un empujón irresistible para el negocio de juntar préstamos hipotecarios, titulizarlos y sacarlos fuera de los balances. Dado que los títulos creados obtenían las mayores calificaciones de las agencias de *rating*, se consideraban vehículos de inversión seguros, mientras que los retornos podían invertirse en nuevos préstamos. La nueva solución en el sector bancario era eliminar cuanto antes todo lo que llamase la atención en el balance. Tras Basilea I los bancos ya no se dedicaron al negocio de depósito, sino de la circulación, como concluyó *The Economist*.[104] Un sector bancario paralelo en la sombra apareció, en el que las operaciones no eran transparentes y había un capital escaso que lo respaldase. Esta banca sin bancos, dado que era un negocio basado en la financiación ajena, cooperó a que aumentase el nivel de apalancamiento de la economía global de forma significativa: más y más capital que se prestaba una y otra vez entraba en el mercado. Es interesante subrayar que, aunque nadie pretendía que la nueva regulación estimulase un sector bancario «en la sombra», la mayoría de los reguladores le dio la bienvenida al considerar su desarrollo un modo inteligente de diversificar y por lo tanto reducir los riesgos.

Es evidente que esta nueva legislación fomentaba el empleo de instrumentos de este tipo si se estudia el caso de un país que eligió un camino diferente. España tomó parte en las negociaciones en Basilea, pero su banco central estableció los mismos requisitos para todos los activos con independencia de que apareciesen o no en el balance de operaciones. «No hicimos nada especial», señala José María Roldán, del Banco de España. Tanto él como sus colegas consideraban que las operaciones fuera de balance parecían exactamente iguales que las operaciones del balance. Dado que no se establecieron normas que favoreciesen estas compañías especiales, los bancos españoles no las crearon y procedieron a seguir con sus operaciones de forma transparente.[105]

El sistema aún tenía debilidad o eso pensaron las autoridades financieras. Cuando los bancos agruparon las hipotecas y las titulizaron dividiéndolas de acuerdo a su nivel de riesgo, fueron capaces de vender los tramos de menos riesgo y menor rendimiento, en consecuencia, y quedarse las más arriesgadas, ya que además estas no requerían de desembolso de capital adicional. Esto se traducía en que los bancos podían asumir más riesgo sin necesidad de poner aparte más capital. Para rellenar esta laguna, las autoridades de los EE.UU. elevaron drásticamente los requisitos de capital para los tramos de mayor riesgo. De repente los bancos se veían obligados a tener tanto capital como fuese su inversión en relación a los tramos de mayor riesgo, pero solo de un 20% del valor en caso de los tramos más seguros.[106] Estas nuevas disposiciones trataban de reducir el riesgo creado por la antigua. Pero la nueva tuvo otro efecto tampoco esperado. Los bancos, obviamente, comenzaron a vender las participaciones de mayor riesgo que les resultaban ahora tan caras, lo que significaba que ya no serían ahora los

primeros en recibir el golpe si las cosas se torcían y los deudores incurrían en impagos. Todo ello redujo el incentivo que los bancos pudieran tener en asegurarse que las hipotecas que formaban las participaciones eran de las buenas.

Muchos de los problemas de Basilea I se conocían ya de antemano y por eso los gobiernos comenzaron las negociaciones para alcanzar un nuevo acuerdo a finales de los 90. El resultado fue Basilea II, que estaba ya preparado hacia 2004. El objetivo era evitar imponer reglas generales de gran rigor, sino exigir requisitos más elaborados en función de cada banco y de los riesgos que estuviesen asumiendo. Los riesgos estimados se calculaban con base en el análisis acumulativo de datos y el empleo de modelos matemáticos, lo que conllevó que las agencias de *rating* y los departamentos de gestión de riesgos de cada entidad adquiriesen mayor relevancia en el cálculo del ratio adecuado de capital.

La mayoría de los bancos solo en fechas recientes han comenzado a implementar Basilea II, pero la legislación de los EE.UU. de los bancos de inversión, aquellos cuyo negocio principal no es el depósito sino el asesoramiento y la compra y venta de acciones, comenzó a orientarse en esta dirección ya en 2004. Las exigencias de capital para los departamentos de inversión de los cinco bancos más grandes de inversión fueron suavizadas. A cambio, la SEC se garantizó la capacidad de auditar sin restricciones tanto la división de inversiones como el resto de negocios de estos bancos. En el futuro los bancos se verían obligados a reportar mensualmente cómo estaba funcionando su modelo interno de gestión de riesgo. Por primera vez la SEC podría prevenir que los bancos asumiesen un riesgo que considerase excesivo. La SEC es descrita por John Heine como una forma evidente de endurecimiento de las normas:

Las reglas de la SEC en 2004 fortalecían la seguridad de los mercados, ya que antes de esta legislación no existía supervisión formal alguna, ni exigencias en relación a la liquidez, ni tampoco requisitos de capital para los bancos de inversión.[107]

Todos los modelos, y en general el proyecto de Basilea II, tiene una limitación esencial: no pueden predecir el futuro, especialmente cuando se trata de nuevos productos financieros que solo han sido testados en tiempos de bonanza económica. Las hipotecas titulizadas de los bancos de inversión, que habían recibido la máxima calificación por las agencias de *rating*, parecían ser un valor absolutamente seguro y los bancos podían por lo tanto asumir más y más deuda sin que en apariencia estuviesen descapitalizándose.

En un debate público, la nueva regulación introducida en 2004 se citó como el más claro ejemplo de cómo la «desregularización» y el *laissez faire* habían causado la crisis financiera.[108] Pero en verdad era justo lo contrario. Es difícilmente imaginable un intento más ambicioso por regular hasta el detalle las operaciones de cada banco. El problema residía, tal y como señaló un funcionario

de la SEC, en que «se construyó un mecanismo que simplemente no funcionó».[109] Tratar desde fuera de comprender una miríada de operaciones financieras y controlarlas para asegurarse que todo marcha adecuadamente era un proyecto completamente imposible de llevar a la práctica. Al final, la SEC acabó confiando en los modelos computerizados de los propios bancos para gestionar el riesgo. Pero que las agencias gubernamentales asuman más de lo que en realidad son capaces no es lo mismo que *laissez faire*.

Mientras la música siga sonando

Cada año que pasaba las firmas de Wall Street vendían más hipotecas titulizadas que habían sido garantizadas por Fannie Mae y Freddie Mac. Las tasas pagadas por los inversores, los bancos, los fondos de pensiones y las compañías de seguros eran una máquina de facturar beneficio, y fue lo que provocó el interés de las firmas de inversión en hacerse con el control de todo el proceso. Una por una todas formaron su propio departamento encargado de comprar hipotecas, agruparlas y venderlas. No podían competir por las más seguras: Fannie y Freddie monopolizaban ese mercado, ya que su garantía gubernamental les posibilitaba prestar y comprar más barato, y por lo tanto debían concentrarse en otro tipo de préstamo: los que eran demasiado cuantiosos para las GSE o aquellos que provenían de deudores *subprime*.[110]

Uno de los que estaban más «entregados a la causa» era el banco de inversiones Lehman Brothers, que ya a mitad de los noventa había contratado expertos en titulización y comenzado a construir una red de contactos con instituciones de crédito dedicadas a *subprime*. Muy pronto formó su propia división *subprime*, BNC Mortgage, y se aseguró así que no tendría que comprar hipotecas *subprime* de un tercero. Aumentó los beneficios por las comisiones que cargaban y el control sobre los préstamos concedidos. En la práctica, Lehman había construido una línea de montaje en la que tenía el control de cada paso. El banco prestaba dinero a los compradores de las casas, agrupaba las hipotecas en títulos, agrupaba los títulos en CDO y vendía el resultado en el mercado. Tras la rebaja de intereses de la Fed en 2001 el dinero comenzó a fluir de verdad. Los vendedores de CDO cobraban una comisión de más de un 1%. Esto se tradujo en 10 millones de dólares por cada millardo vendido.

Cuando Stanley O'Neal asumió la dirección de Merrill Lynch, otro de los grandes bancos de inversión, en 2002, deseaba poder situarse a la par que Lehman Brothers. El lucrativo negocio de la titulación de hipotecas había pasado inadvertido por completo para los analistas de mercado de Merrill. O'Neal, el primer afro-americano a la cabeza de una firma de Wall Street, había escalado hasta la cima desde una fábrica de General Motors, de ahí a su departamento financiero y desde allí al centro del mundo de las finanzas. Ahora empleaba toda

su energía y talento en recuperar el terreno perdido con los otros bancos de inversión. Envió un mensaje alto y fuerte: Merrill Lynch, cuyo logo corporativo es un toro, iba a penetrar en el mercado *subprime* y se iba a convertir en el principal actor del mundo de dicho mercado. El banco comenzó a reclutar *traders* y comenzó a pagar más que ninguna otra firma de Wall Street por las hipotecas *subprime*.

Como Lehman, Merrill quería controlar todo el proceso. A partir de enero de 2005 y durante los dos años siguientes acometió grandes inversiones en el sector hipotecario globalmente, tanto directamente en suelo como en entidades de crédito. Su objetivo era generar grandes cantidades de sus propias hipotecas y titulizarlas sistemáticamente. En consecuencia, Merrill aceleró el desarrolló de sus CDO: en 2002 no había creado prácticamente ninguna; cuatro años después creaba más que nadie en todo el mundo. Y cuando ya no quedaban más activos que emplear comenzó a facturar CDO sintéticas, del tipo que no está respaldado por hipotecas sino por modelos generados por ordenador a imitación de las hipotecas. A causa de su complejidad, Merrill podía incluso cobrar comisiones más altas.

Esta estrategia resultó en una extraordinaria afluencia de *cash*. En 2006, Merrill informó de un beneficio récord y por lo tanto pagó bonus como nunca antes. Ese año, los empleados, en conjunto, se llevaron a casa bonus por un valor de 5 millardos de dólares: más de 100 personas recibieron más de un millón de dólares, y los que estaban relacionados con el negocio de la titulización recibieron el «premio gordo». Un adicto al trabajo de 42 años que encabezaba la división de obligaciones tenía un salario de 350.000 dólares, pero ese año recibió 100 veces más como beneficios —35 millones de dólares—. Estos beneficios se ganaron a costa de asumir un riesgo absurdo que acabaría generando pérdidas proporcionales al año siguiente. A finales de 2005, la compañía de seguros AIG dejó de asegurar las participaciones de Merrill. Pero la gente de Merrill no ganaba bonus pensando en lo que pasaría al año siguiente; lo hacían generando el máximo negocio posible «aquí y ahora». Así que siguieron igual.

«Esa es una decisión que los principales directivos o los directivos de riesgo debían cuestionar, pero obviamente su sueldo estaba unido a ello también», dice un decepcionado antiguo empleado. La gestión de riesgos en Merrill Lynch parecía consistir esencialmente en la eliminación de obstáculos para poder asumir más riesgo. El principal gestor de riesgo prescindió de los empleados cuya función era entrevistar regularmente a la gente de su departamento sobre los tratos que se estaban cerrando. Uno de los jefes despidió a los «traders» que daban una descripción honesta al departamento de gestión de riesgos de lo que estaban haciendo. Este jefe en 2006 se llevó a casa un bonus de 20 millones de dólares.[111]

Otro arriesgado jugador, al menos cuando jugaba al bridge, era James Cayne. Jugaba profesionalmente al bridge y había ganado en varias ocasiones el Campeonato Nacional de Norteamérica. Desde 1993 había hecho algo de tiempo

también para ser Presidente, CEO y principal ejecutivo de Bear Stearns, un banco de inversión que no era para nada como los demás. Mientras que los demás bancos se cimentaban en sus trajes elegantes y titulaciones académicas de prestigio, Bear Stearns era un *outsider* de clase trabajadora al que le daba igual la apariencia o la tradición y lo fiaba todo al trabajar más tiempo y más duro que nadie. Cuando el fondo de capital riesgo LTCM sacudió el mercado en 1998, Bear Stearns fue el único banco de inversión que se negó a colaborar en el recate.

Bearn Stearns era más pequeño que los otros bancos de inversión y no se había expandido internacionalmente, y por lo tanto tenía que jugar de forma muy agresiva «sus cartas». Apostó fuerte en el mercado inmobiliario de los EE.UU., creando ya al principio una estructura financiera llamada Klio Funding dedicada a la compra a gran escala de activos titulizados que financiaba con préstamos a corto plazo en el mercado de dinero. Era una inversión segura para los ahorradores, ya que el gigante bancario Citigroup se comprometía a garantizar las «klios» en caso de depreciación del activo subyacente. Bear Stearns consiguió descomunales beneficios en comisiones, lo que animó a otros bancos a crear estructuras similares fuera de balance.[112] Bearn Stearns también lanzó su propio fondo de capital riesgo que operaba de acuerdo a los mismos principios. En su momento álgido la fortuna de James Cayne alcanzó los 1,3 millardos de dólares, principalmente en acciones de Bearn Stearns. Pero no renunciaba a su partida de bridge, y los jueves de verano cogía un helicóptero que le trasladaba de Nueva York a Nueva Jersey para su partida de golf de la tarde.

En ocasiones parecía que los principales ejecutivos no tenían mucha idea de los negocios en los que se embarcaban. A finales de 2002, el CEO de Citigroup afirmaba que deseaba que su banco se hiciese con el mercado de las CDO. Citigroup era el resultado de una fusión en 1998 entre un banco, Citicorp, y una corporación financiera, Travelers Group. El resultado consistió en un banco de inversiones y al mismo tiempo un banco comercial que aceptaba depósitos, lo que se traducía en que estaba sujeto a una regulación más restrictiva que un banco de inversiones ordinario. Dado que Prince, de acuerdo a un antiguo colega, no podía establecer las diferencias entre una CDO y la lista de la compra, tenía que encontrar gente en quien pudiese confiar. Uno de los escogidos fue Robert Rubin, antiguo Secretario del Tesoro con Clinton, y al tiempo consejero en Citigroup. Rubin le aconsejó sacar más recursos a estructuras de balance y apostar fuerte por la titulización. En 2007 creó CDO por valor de casi 50 millardos de dólares, convirtiéndose en líder mundial. Este nuevo negocio contaba con la bendición del parqué: «Si puedes hacer que crezcan los ingresos, puedes continuar aumentando también tu bonus», en palabras de un *trader*. Los vínculos de amistad entre los principales *traders* y los directivos encargados de la gestión del riesgo hicieron que los problemas se escondieran debajo de la alfombra y las advertencias nunca

llegaron a oídos de los principales ejecutivos. Gracias a la atención prestada a las calificaciones de las agencias de *rating*, los riesgos asociados con este tipo de negocio eran mínimos, prometían los responsables.[113]

A finales de 2007, Charles Prince pensaba que el mercado gozaba de muy buena salud y que el dinero seguiría fluyendo. Cuando el *Financial Times* le cuestionó con cierto escepticismo las previsiones financieras, replicó lo siguiente: «Cuando pare la música, en términos de liquidez, las cosas se van a complicar. Pero en tanto que suene la música hay que estar en pie y bailando. Todavía estamos bailando».[114]

El inversor Warren Buffet ha dicho que siempre hay tres íes en una burbuja: los innovadores, los imitadores y los idiotas.[115] Al tiempo que las burbujas se inflan, alguien que no se une al negocio pujante puede parecer idiota. Cuando una burbuja alcanza su máximo, aparecen espóntaneamente esquemas piramidales implicando diferentes bienes. Dado que los precios de los bulbos de tulipán o de las hipotecas titulizadas se han multiplicado y es sencillo conseguir un beneficio amplio, más y más gente es atraída a este mercado. Esto inflama la demanda, lo que se traduce en que los que lleguen más tarde a comprar tendrán que pagar más por estos mismos bienes, y aumentará aún más el beneficio de los que entraron al principio en este negocio. Los bancos que compraron hipotecas titulizadas para venderlas a continuación bien pudieran sentirse tentados a conservarlas hasta que el precio alcance su máximo. Las cosas nunca parecen tan atractivas como justo antes de que comiencen a desplomarse. Parece un poco estúpido no seguir el juego y conseguir una buena parte de este dinero fácil. Y todo esto atrae todavía más gente, lo que aumenta aún más el beneficio, lo que atrae a más gente… y así sin fin. Hasta que para la música.

Tunea mi CDO

Cuando una agencia de *rating* como Moody’s se dispone a calificar un producto financiero, que determinará si ese producto es un «superventas» o un fiasco, lo primero que hace el analista es encender el ordenador. Abre el *software* de *rating* de la agencia y proporciona una determinada información acerca de la estructura, precio o duración del valor. Y entonces presiona la tecla Enter. Llegados a este punto bien podría irse a tomar una cerveza con los compañeros de trabajo, irse a casa a dormir y volver a la mañana siguiente. En ese tiempo, el ordenador habrá simulado un millón de escenarios diferentes y habrá visto el comportamiento de lo que podría pasar de acuerdo a las posibles calificaciones, las negociaciones o los bienes subyacentes. La media de estas simulaciones muestra la cara real de ese valor y como debería ser calificado.

Si se tiene suerte se obtiene un Aaa, cuyo riesgo es el menor posible, o Aa o A. Baa es un riesgo medio pero todavía aceptable, pero si se califica como Ba o B se

van a tener problemas, mientras que Caa o C es llana y simplemente basura.

En agosto de 2006, tras las simulaciones ordinarias, la división europea de Moody's anunció feliz que la CDPO desarrollada por el banco holandés ABN AMRO había obtenido la calificación de Aaa. «CDPO» son las siglas de «obligaciones de deuda de proporción constante». Es una apuesta sobre los riesgos conjuntos del crédito de cientos de compañías, con un matiz especial: si la CDPO pierde dinero, gastará incluso más en tratar de recuperarlo. Esta calificación supuso un *boom* inesperado para ABN AMRO que hizo que su CDPO obtuviese un beneficio 10 veces mayor que el de cualquier instrumento financiero similar. Otros bancos se apresuraron a lanzar al mercado sus propias variaciones de CDPO, y Moody's tuvo que trabajar contrarreloj para poder calificarlas. La agencia nunca había ganado tanto dinero con un solo tipo de instrumento financiero. Los inversores acudían en «manada» a esta nueva participación, que sonaba más como un robot sacado de *Star Wars* que como cualquier otra cosa.

Pero, como cualquiera que trabaje con ordenadores sabe, estos a menudo tienen virus en el *software*, pequeños errores en los códigos de los computadores que causan grandes problemas, además de úlceras a los usuarios. El *software* empleado por Moody's tenía un virus. Normalmente son fáciles de subsanar pero en esta ocasión se daban más de lo normal. A principios de 2007, los informáticos descubrieron un fallo en el código que había causado terribles consecuencias. De hecho las simulaciones habían dejado de ser fiables, y las CDPO era mucho más arriesgadas de lo que Moody's había pensado. No estaban ni siquiera cerca de merecer un Aaa.

Todo esto causó un *shock*. Negocios multimillonarios se habían cerrado con base en el equivalente matemático de un error de deletrear. Y lo peor es que era un problema diminuto en comparación a lo que el futuro iba a deparar. En un primer momento, los miembros de los comités de *rating* se reunieron discretamente para lidiar con la crisis. El *Financial Times* anunció que se había eliminado el virus, pero antes de volver a realizar las simulaciones decidieron introducir tres cambios significativos en la metodología. Uno de ellos fue más tarde descartado porque «no influía en el *rating*», como señalaba un documento interno. Los cambios que sí conservaron incluían una rebaja de sus valoraciones de la volatilidad del mercado del crédito. Un millón de simulaciones después obtuvieron el resultado deseado. Contra toda probabilidad la CDPO consiguió mantener su calificación de Aaa incluso después de haber eliminado el virus.[116]

Las agencias de *rating* son esenciales en la economía financiera actual dado que virtualmente todos los inversores confían en sus calificaciones. Fueron un factor decisivo en el desarrollo explosivo de los préstamos hipotecarios titulizados. Si las participaciones respaldadas por hipotecas con una calificación B hubieran sido calificadas así mismo como B nunca hubiesen encontrado acogida en el

mercado. El generoso empleo de las agencias de la calificación A es lo que hizo que los inversores a lo largo y ancho del mundo creyesen en los milagros de la alquimia y se lanzasen en tromba a por ellas. En cualquier caso, ¿hasta qué punto son independientes y confiables estas agencias? El incidente de las CDPO demuestra una verdad incómoda: en ocasiones las agencias primero deciden la calificación y luego programan los ordenadores para obtener esa calificación. Y se dice de Moody's que es una de las más conservadoras.

Brian Clarkson, uno de los impulsores del entusiasmo por la titulización de Moody's, ha dicho: «Primero calificas y luego cierras un trato con base en la calificación».[117] Por ejemplo, la gente de ABN AMRO pasó meses analizando y diseñando una CDPO que lograse obtener la máxima calificación. Una parte del trabajo es llevar a cabo sus propias innumerables simulaciones para identificar la estructura que pueda obtener la máxima calificación. Otra parte es el diálogo con las agencias de *rating*. Lo van a negar tajantemente pero muchos en la industria denuncian que las agencias se implican en conversaciones comprometidas acerca de lo que se necesita en un producto para obtener la máxima calificación. En cierto sentido las agencias y sus clientes «manufacturan» los productos juntos. Y si la opinión de una agencia no gusta, la de enfrente seguro que está dispuesta a dar una segunda opinión. Moody's y su principal competidor, Standard & Poor's, concedieron a la CDPO la máxima calificación. El tercero de esta carrera, Fitch, *sensu contrario*, afirmó no entender cómo las CDPO podían estar tan bien calificadas cuando sus modelos señalaban que estaban a solo un paso de ser basura. No hace falta decir que ni un solo banco acudió a Fitch para calificar sus CDPO. La honestidad cuesta.

¿Cómo es posible que las agencias de calificación, que solían percibirse como las más conscientes, hurañas, intratables y malhumoradas de todo el sistema financiero, se prestasen con entusiasmo a ser parte en un *rating* inflacionario? Dos grandes cambios se han dado desde 1970 que han transformado su modelo de negocio. Uno relativo a su financiación y el otro concerniente a su estatus legal. Antes conseguían su dinero de inversores potenciales que suscribían sus *ratings* de diferentes instituciones o productos. Un comprador normalmente quiere saber lo que está comprando. Pero a causa del creciente número de obligaciones y derivados, y su cada vez mayor complejidad, las agencias simple y llanamente no tenían tiempo para evaluarlos todos sin una organización mucho mayor. Esto les hizo empezar a cobrar a los vendedores potenciales.

Este cambio implicaba un cierto grado de peligro. El comprador de una casa paga a un tercero una tasación porque no se fía de la valoración encargada por el que quiere vender, que tratará de que la casa sea valorada en lo más posible. Es un problema manejable el no tener que confiar en este tipo de estimaciones, pero al mismo tiempo un cambio en la legislación hacía que no pudiesen ser simplemente

desestimadas. La SEC, que deseaba tener bajo control el riesgo que los bancos y las firmas de inversión asumían, comenzó a establecer más exigencias y requisitos de adecuación de capital a aquellos que poseían títulos de riesgo. Para alcanzar una definición oficial de riesgo, la SEC en 1975 reconoció formalmente a tres agencias de rating: Moody's, Standard & Poor's y Fitch, a las que se han unido algunas más. Y esto fue solo el comienzo. Pronto le siguió una regulación parecida para las aseguradoras, los fondos de pensiones, los fondos de inversión y otras instituciones financieras. Se imposibilitó comprar nada que no fuese calificado por las agencias con el grado de «inversión» y no con el de «especulación».

El gobierno federal garantizó de este modo a las agencias de crédito, que antes ocupaban un lugar marginal, un oligopolio que implicaba beneficios seguros. Si una compañía veía disminuida su calificación perdía inmediatamente la capacidad de financiar sus operaciones, lo que supondría su sentencia de muerte. Cualquiera que quisiera vender un producto tenía que acudir a las agencias para obtener lo que en la práctica era una licencia de venta. Y, si se conseguía mejorar la calificación del producto de Ba a Baa3 (en la escala usada por Moody's) o de BB+ a BBB- (en la empleada por S&P y Fitch), te los quitarían de las manos. Thomas Firedman, columnista del *New York Times*, informó a sus lectores en 1996 que existían dos superpotencias en el mundo, los Estados Unidos y Moody's, y no siempre estaba claro cuál de las dos era la más poderosa. La única pregunta consistía en hasta qué punto serían escrupulosas las agencias en el uso de sus nuevos «superpoderes». Principios largo tiempo establecidos y tradiciones marcaban sus identidades, pero vendría el momento en que la tentación de un buen negocio se superpondría al principio de la recta y ajustada calificación.

De hecho, Moody's y algunas otras agencias han criticado a las autoridades federales por imponerles una tarea de supervisión, lo que denuncian distorsiona la motivación de sus propios empleados. Así por ejemplo, el Director de Desarrollo Corporativo de Moody's, Thomas McGuire, defendió su postura ante la SEC del siguiente modo: «Las agencias de calificación están formadas por personas ordinarias que pagan sus facturas y deben hacer frente a sus hipotecas. El gobierno está de forma inadvertida imponiendo una presión impropia a estos sujetos, y haciéndoles responsables de cualquier escándalo que pudiese sobrevenir».[118]

En Moody's el cambio pareció producirse en el año 2000 cuando la compañía se abrió al público. El objetivo de un beneficio inmediato aumentó y los empleados fueron inundados con *stock options*. Su CEO, John Rutherford, decía que cada uno de sus analistas, y en Moody's hay 1.200, debía conseguir al menos 1 millón de dólares al año. Era este un incentivo considerable para calificar tantas acciones como fuese posible en el menor tiempo. La clave era hacer que acudiesen a ellos tantos clientes como fuese posible en lugar de ir a la competencia, y esto sería más fácil si podían contar con sentirse bienvenidos y pensar que les sería más

fácil obtener una buena calificación. Moody's, que solía ser un tanto huraño en sus relaciones externas, de repente comenzó a pasar mucho tiempo con sus clientes en numerosos viajes para jugar al golf o noches en el karaoke.

El producto estrella de la industria en este momento era la titulización de hipotecas. Moody's había sostenido durante bastante tiempo, ajustándose a sus principios, que ninguna CDO basada en hipotecas podría obtener la máxima calificación, dado que no había una suficiente diversificación del riesgo; una caída generalizada de los precios de la vivienda tendría un efecto devastador en su valor. Pero otras agencias de *rating*, actuando como bandidos, estaban concediendo la máxima calificación a estas participaciones, incluso aun cuando la gente que trabajaba en ellas sospechaba. Uno de los empleados de S&P, en un correo electrónico interno, advertía de que el mercado CDO que estaban creando era un «monstruo», y concluía: «Esperemos que para cuando este castillo de naipes caiga todos seamos ya ricos y estemos jubilados».[119]

El CEO de Moody's dio cuenta de este proceso mucho después en una reunión interna: «Era una pendiente resbaladiza. Lo que pasó en 2004 y 2005 en relación a los tramos subordinados (los de mayor riesgo de una CDO) es que nuestra competencia, Fitch y S&P, se volvió loca. Todo recibía la calificación de inversión».[120] La agencia de *rating* conservadora por excelencia debió sentir una tentación irresistible de enloquecer al menos un poquito, y así Moody's abandonó la exigencia de diversificación en 2004 y comenzó a conceder la calificación Aaa a los clientes que le enviaban títulos respaldados por hipotecas. Desde un punto de vista mercantil, hicieron lo correcto. Una calificación de este tipo podía hacer ganar a la compañía más de 200.000 dólares y no les llevaba más de una día hacerlo, a veces tan solo unas horas. Moody's se convirtió en una de las empresas más rentables del mundo, y diferentes tipos de titulización aportaban más del 40% de los ingresos de la compañía hacia 2005.[121]

Los beneficios potenciales eran inmensos, ya que las buenas calificaciones creaban las condiciones necesarias para la industria de la titularización del mercado hipotecario, la posibilidad de manipular un buen grupo de hipotecas de riesgo hasta convertirlo en una inversión libre de riesgo. «Todo el negocio de la creación de títulos respaldados en hipotecas estaba basado en la calificación», como el pionero de la titularización Lewis Raineri apuntaba.[122] Esto no solo causó la inflación de la calificación, sino llana y simplemente el engaño. Gretchen Morgenson describía en el *New York Times* cómo Moody's había calificado un grupo de participaciones de Countrywide de tal modo que las hacía inviable. Countrywide —conviene recordar aquí que era uno de los principales clientes de Fannie Mae— se quejó de que la valoración había sido demasiado rígida. Los analistas de Moody's volvieron a procesarla en sus ordenadores y al día siguiente le otorgaron la máxima calificación, sin que se hubiese proporcionado información

adicional alguna.[123]

Un joven analista me describía cómo eran las reuniones de una comisión de calificación, congregados en torno a una mesa ovalada. Cada uno de los miembros debía pronunciarse sobre la calificación que pensaba que un determinado producto debía recibir. Cuando al final era el turno del jefe, este solía mostrarse insatisfecho si la calificación propuesta por los demás era baja. Les preguntaba entonces si estaban seguros, cogía su calculadora e introducía unos pocos números. Les explicaba que la diversificación de riesgo parecía la correcta, que los antecedentes mostraban que los precios de la vivienda solo podían seguir subiendo y que productos similares habían recibido la máxima calificación. Abría un segundo turno de palabra y les pedía que tomasen todo esto en consideración. Ahora, de repente, todo el mundo parecía estar de acuerdo en que la máxima calificación era lo más apropiado. Era «totalmente absurdo», me decía el analista, pero qué vas a hacer cuando tienes 23 años y acabas de salir de una universidad en una pequeña ciudad de Nebraska y tu jefe con toda su autoridad te explica cómo funciona la industria.

En una audiencia sobre las agencias de *rating*, el Congreso recibió cierto *feedback* que les hizo pensar que esto no era un hecho aislado. Documentación proporcionada al Congreso incluía un chat de internet entre dos analistas de S&P que debían valorar una nueva participación:

1: Por cierto, esto es absurdo.

2: Lo sé, el modelo deja fuera la mitad de los riesgos.

1: No deberíamos estar calificando esto.

2: Calificamos lo que sea. Podría estar diseñado por vacas y también lo calificaríamos.

1: Pero implica un riesgo excesivo, personalmente no me siento cómodo firmado esto como miembro del comité.[124]

Y por supuesto calificaron y firmaron.

Llegados a este punto las autoridades públicas decidieron intervenir, pero no para poner algo de sentido común en esta inflación del *rating*, sino para acelerar el paso. En 2005 y 2006 la SEC amenazó con prohibir una actividad conocida como «rebajar», que consideraba vulneraba las leyes antimonopolio. La «rebaja» se producía cuando el creador de una CDO que había sido calificada por una agencia acudía a una segunda agencia y esta le ofrecía dos opciones: o bien procedía a una valoración completa (y por lo tanto más cara) basada en la valoración de las hipotecas que componían la CDO, o bien y de forma automática (y por lo tanto más barato) le concedía a la CDO una calificación un grado rebajada, de ahí el nombre, de la concedida por la primera agencia. La calificación de la segunda agencia era crucial, ya que a muchos inversores se les exigía el haber sido calificados por dos agencias antes de que pudieran realizar una compra. No acabo

de comprender cómo eliminando la rebaja se pretendía ayudar a las pequeñas compañías. ¿No se estaba obligando así a las empresas entonces a una valoración más completa y costosa? ¿Cómo se supone que ayuda esto a las agencias más pequeñas? Todo esto provocaría una mayor afluencia de clientes hacia las agencias de menor dimensión, que estaban detrás de la inflación de *rating*, ya que los clientes pensaban que entonces podrían obtener un aval prácticamente automático de las agencias más conservadoras. Como se veía venir, las pequeñas agencias se apañaron para poner a la SEC de su lado, que tras una catarata de críticas abandonó el proyecto. Sin embargo, el economista Charles Calomiris piensa que la mera amenaza de una legislación de este tipo fue suficiente para derribar las últimas barreras del sector: «Tratar de nadar contra la corriente de la inflación del *rating* solamente haría que las agencias más conservadores se pusiesen en contra del supervisor».[125]

Pero ¿cuál era el procedimiento exacto seguido para calificar un título respaldado por una hipoteca? El periodista experto en economía Roger Lowenstein asistió como testigo a este proceso en Moody's. Para preservar la confidencialidad denominaron al producto «*subprime* XYZ». Consistía en un paquete formado por 2.393 préstamos hipotecarios concedidos durante la primavera de 2006 por valor de 430 millones de dólares. Moody's recibió una amplia documentación e información general sobre los deudores del Banco de Nueva York, que era la entidad creadora de este paquete: por ejemplo, tres cuartos tenían hipotecas de interés variable y el 43 por ciento no había confirmado sus ingresos declarados. Sin embargo, Moody's no tuvo acceso a los datos de cada préstamo individual ni hizo intento alguno por confirmar estos datos.

«No estamos en una casa de empeños», aclaraba Claire Robinson, la responsable de la calificación de hipotecas titulizadas en Moody's. «Nuestro *expertise* se limita a la estadística con base en agregados». Su objetivo era predecir con base en datos históricos de hipotecas cuán grande sería la proporción de hogares que dejarían de pagar sus hipotecas. Una vez que Moody's hubiese calificado estas titulizaciones un tercero las transformaría en CDO y las llevaría de nuevo a Moody's para su calificación. El grupo al cargo de esta calificación examinaría la estructura general y sus componentes, pero nunca investigaría la solvencia de los préstamos hipotecarios reales detrás de las participaciones. «Somos expertos en estructuras», afirmaba Yuri Yoshizawa, director de la división de derivados en Moody's, «no peritos tasadores». Los analistas eran expertos en comprobar los cálculos pero nadie estaba al cargo de comprobar los riesgos subyacentes. Excepto obviamente los que habían prestado el dinero inicialmente, pero estos se habían deshecho del riesgo hace mucho.[126]

Los datos históricos empleados por Moody's indicaban que las hipotecas agrupadas en *Subprime* XYZ solo perderían el 4,9%. Dado que los tramos de mayor

riesgo podrían soportar pérdidas de hasta el 7,25, parecía una inversión segura. Aunque el problema residía en que las estadísticas más recientes que Moody's tenía al alcance eran de 2002 y relativas a las pérdidas ocurridas durante ese periodo de crisis. Pero esta fue una crisis única. La Fed había rebajado al mínimo posible los tipos de interés y los precios de las viviendas aumentaron aún en malos tiempos. Incluso los que tenían dificultades para hacer frente a los pagos podían suscribir una segunda hipoteca para cubrir costes. Y las agencias de calificación ignoraron también que las hipotecas empleadas en el proceso de titulización no eran cualquier tipo de hipotecas. Las hipotecas agrupadas eran las más tóxicas, aquellas de las cuales el acreedor quería deshacerse cuanto antes. Un estudio demostró que un grupo de hipotecas titulizadas tenía un 20% más de riesgo de fracaso que un grupo de hipotecas del mismo nivel de riesgo que no hubiesen sido titulizadas.[127]

A esto debía añadírsele otra fatal circunstancia: al aumentar la burbuja inmobiliaria, la cuantía de cada hipoteca aumentaba y los requisitos exigidos a los deudores se tornaban cada vez más laxos. James Grant realizó un muestreo representativo y se encontró con que, en 2000, el 0% de las hipotecas *subprime* eran tan solo de interés, el 1% se correspondía con segundas hipotecas para aprovecharse del alza de los precios y el 25% carecía de la documentación adecuada sobre ingresos. En 2006 los porcentajes correspondientes eran de 22, 31 y 44%.[128]

Alguien que lleva muchos años en el negocio de las participaciones y trabaja en uno de los bancos más grandes del mundo me contaba cómo estaban bajo gran presión por parte de la dirección para acumular tantas hipotecas arriesgadas como fuese posible en estas participaciones. Estaban comparándose constantemente con otros bancos y en cuanto otro aumentaba ligeramente el nivel de riesgo ellos también lo hacían. O, dicho de otro modo, cada vez más basura se ponía en las participaciones que se vendían. Y las agencias de *rating* garantizaban que seguían manteniendo la misma calidad que antes. Algunos sí estuvieron atentos al fraude que se venía gestando, como Pimco, el gestor del fondo de inversiones más grande del mundo, que salió del mercado hipotecario a finales del año 2004, cuando vio cómo algunos paquetes se rellenaban con hipotecas cada vez más arriesgadas y provenientes de familias cada vez menos solventes. De hecho, la desconfianza podría haber sido un negocio también muy lucrativo. Si era obvio que el precio de los derivados estaba más que nada basado en el deseo de todas las partes implicadas, los especuladores podrían haberse aprovechado. La estrategia necesaria para ello es conocida como «venta a corto». Un especulador que piensa que una participación está sobrevalorada la toma prestada y la vende al precio actual. Si el precio es más barato cuando llega el momento de devolverla, puede comprar un nuevo valor más barato y retornarlo al que lo prestó embolsándose la

diferencia. Si hubiese pasado así a gran escala con los productos basados en hipotecas, los precios se habrían podido mantener bajos inicialmente y se hubiese sofocado la burbuja.

El problema es que no existía un mercado real de intercambio para las hipotecas titulizadas. Su existencia era tan reciente que no existía un mercado líquido y abierto en el que concurriesen los diferentes inversores que tuviesen incentivos fuertes para que, evaluando los riesgos en todo momento, tratasen de rebajar los precios. Una gran parte de los tratos se cerró en privado entre dos partes que estaban con frecuencia más interesadas en lograr un importante volumen de venta que en hacer un buen negocio, dado que en virtud del volumen de venta se calculaban sus bonus. No existía un precio real de mercado.

A principios de 2006 los bancos finalmente formalizaron un mercado para las participaciones garantizadas por hipotecas: el ABX.HE. Por primera vez diferentes estimaciones y precios se agregaron junto al precio de mercado. Pronto se puso de manifiesto que las participaciones valían mucho menos de lo que todo el mundo había asumido. «ABX.HE está actuando como un hombre del tiempo del mercado hipotecario *subprime* prediciendo que una fuerte tormenta está al caer», afirmaba Kiet Tran, de la compañía financiera Markit.[129] En el segundo semestre de 2006 los precios comenzaron a caer despacio pero constantemente, y tras el cambio de año comenzaron a derrumbarse. Hacia finales de 2007 el principal índice de las participaciones garantizadas por hipotecas había caído un 80% y todo el mundo se veía abocado a reconsiderar su perspectiva del mercado inmobiliario. El ABX.HE llegó tarde para prevenir la burbuja, pero justo a tiempo para hacerla estallar.

Al mismo tiempo, los analistas de Moody’s que estaban constantemente monitorizando los *ratings* para ver si se necesitaba alguna modificación descubrieron un error grave en relación a *Subprime* XYZ. Muchos de los deudores habían dejado de pagar ya desde el principio y el 6% de las hipotecas a los 6 meses ya habían incurrido en impago, unos niveles de record. Extendida la preocupación, la gente de Moody’s contactó con los acreedores para tratar de averiguar qué estaba pasando. Lo que les contaron les hizo darse cuenta de que el mercado inmobiliario norteamericano estaba al borde del abismo. En muchas de las casas ni siquiera se habían instalado las familias. Muchos de los préstamos provenían de Estados en los que las familias podían devolver las llaves al banco y dejar de pagar quedando libres de deuda. En algunos casos ni siquiera eso, y había quien había dejado las llaves en el buzón. Muchos compraron las casas pensando que podrían venderlas más caras en un mercado que solo podía ir hacia arriba. Cuando los precios comenzaron a caer, dejaron de pagar los préstamos, se quedaron en sus antiguas casas o compraron otra más barata.

Seis meses después, el 13% de las hipotecas incluidas en *Subprime* XYZ se

declararon morosas, y el porcentaje continuó aumentando mes a mes. Tramo tras tramo de estas participaciones perdían todo su valor. Se había invertido la alquimia. Las pérdidas alcanzaron primero a los tramos de mayor riesgo, pero pronto se abrieron camino hasta los calificados como Aaa; como un río que lo inunda todo, comenzó por el sótano, inundó los pisos inferiores y despacio subió hasta alcanzar las plantas más altas.

IV.
TEMPORADA DE HURACANES

Cuando llega el pesar no viene solo como los espías, sino en batallones.

William Shakespeare, *Hamlet*

El martes 16 de septiembre de 2008 era sorprendentemente fácil conseguir una mesa en el normalmente ocupadísimo restaurante *gourmet* Esperanto, en el centro de Estocolmo. Parecía inicialmente que este exclusivo establecimiento, que cuenta con una estrella de la Guía Michelin, estaría a reventar esa noche, pero el *maître* comenzó a recibir llamadas de gente cancelando sus reservas. Primero unas pocas llamadas y de repente un riada de llamadas al mismo tiempo. Cuando llegó la tarde el restaurante estaba desierto. Una pareja en viaje de negocios y una familia con niños celebrando un cumpleaños recibieron un nivel de atención por parte del personal con el que nunca habrían soñado.

«La primera ley de las burbujas es que tardan en inflarse mucho más de lo esperado», señalaba *The Economist* en el verano de 2004. «La segunda ley es que estallan».[130]

Esta burbuja en particular estalló en la mañana del lunes 15 de noviembre, cuando el banco de inversiones Lehman Brothers, de 158 años de antigüedad, se declaró en bancarrota. Así comenzó una serie de hechos que provocaron el pánico financiero global. Lehman era uno de los mayores emisores de pagarés del mundo, un tipo de deuda a corto plazo emitida por grandes corporaciones y bancos, que les permiten financiar sus activos. Ahora sus pagarés no valían nada, y se habían convertido en un problema para todos los que los habían adquirido pensando que podría recuperar su dinero pronto. Y al mismo tiempo que la familia con niños en el Esperanto se disponía a disfrutar de un pichón escabechado con almendras, un fondo del mercado monetario de gran prestigio pero desconocido para el público general, Reserve Primary Fund, anunció en su *website* el siguiente mensaje:

Las obligaciones emitidas por Lehman Brothers Holdings, INC. (valor de 785 millones de dólares) y adquiridas por Primary Fund han sido valoradas en cero a las 4:00 PM, hora de Nueva York, en el día de hoy. Como resultado, el valor neto por acción de Primary Fund, efectivo hoy a las 4:00 PM, es de 0,97 dólares.[131]

Este mensaje podría parecer no muy alarmante: los fondos que operan en el mercado monetario no son, o al menos se supone que no son, dramáticos. Invertir en este tipo de fondos es un modo de préstamo a corto plazo a un variado grupo de instituciones de gran estabilidad como gobiernos, bancos y grandes

corporaciones. Mucha gente lo ve como algo un poco más rentable que guardar el dinero debajo del colchón. En casi 40 años de historia, prácticamente ningún fondo que operase en el mercado monetario ha perdido dinero. Las pérdidas de Primary Fund con Lehman habían provocado que sus acciones cayesen de 1 a 0,97 dólares por acción, y habría de ocurrir nuevamente pero a mayor escala. El resultado fue una huida en masa de los fondos del mercado monetario, del que muchas instituciones dependían para su financiación, sin ser los que menos las compañías especiales que los bancos habían inflado con las participaciones garantizadas por hipotecas y habían sacado de los balances ordinarios.

El mensaje del Reserve Primary Fund en su website era el equivalente a gritar «¡fuego!» en un teatro abarrotado. El pánico de los inversores hizo que se atropellasen unos a otros buscando la salida más cercana. A miles de millas de distancia los comensales habituales del Esperanto, de repente, tenían otras cosas que hacer. Y muchos de ellos comenzaban a temerse que nunca podrían volver a permitirse una comida como esa.

Retirada masiva de fondos en el sector bancario en la sombra

La primera ficha del dominó en caer fue el enorme mercado inmobiliario de los EE.UU. Los comentaristas habían venido avisando durante años, e incluso *The Economist* había aburrido a sus lectores avisando número tras número que la burbuja estaba a punto de estallar. La única pregunta era cuándo: cuanto más tiempo tardase más tiempo tendrían los hogares y los agentes del mercado para continuar haciendo inversiones insostenibles. Mark Zandi, un economista del departamento de prospectiva de Moody's, que está separado del de *rating*, publicó un informe en mayo de 2006 advirtiendo de un número creciente de hipotecas que habían sido destinadas a hogares con escasa solvencia, que la mora de los americanos había alcanzado un récord y que ya no quedaba espacio para más: «La atmósfera está madurando rápidamente para algún fenómeno financiero».[132]

La Fed acaba de aumentar los tipos un 0,25% y lo volvería hacer al mes siguiente. La escalada, lenta pero firme, había llevado los tipos del 1% tres años antes al 5,25% actual, con dramáticas consecuencias. Los hogares con hipotecas de tipo variable sufrieron un rápido aumento en sus mensualidades, y los que se habían beneficiado de un descuento inicial en el pago de sus intereses apenas podían creer lo que veían ahora sus ojos. El año anterior habían experimentado aumentos marginales de los precios y ahora el valor de la propiedad había comenzado a caer. La cantidad de hogares que no podía hacer frente a sus hipotecas creció rápidamente.

Cuando el impago se produce en un Estado que permite al deudor la dación en pago, la hipoteca suele renegociarse. Es más conveniente para el banco que viva alguien en la casa que en último término hará frente a la hipoteca a verse forzado a

asumir la vivienda y tratar de venderla cuando los precios se han desplomado. Pero la titulización de las hipotecas había dado lugar a una consecuencia inesperada: el prestamista original ya no era el dueño del préstamo, había sido agrupado junto a otros muchos y vendido en participaciones como parte de una obligación de deuda titulizada. Las familias que incurrían en impagos ya no tenían un prestamista al que acudir para negociar con él, lo que hacía que muchos de ellos abandonasen sus hogares para comprar otro más barato o alquilar.

El 24 de julio de 2007 el gigante hipotecario Countrywide mantuvo una de sus habituales reuniones con inversores y analistas de Bear Stearns, Merrill Lynch y el resto de la elite de Wall Street. El objetivo del CEO Angelo Mozilo era ofrecer una explicación a la caída de los beneficios de Countrywide en un tercio durante el segundo trimestre y el por qué cerca de una quinta parte de los deudores *subprime* acumulaban retrasos en sus mensualidades. Comentó la caída del precio de la vivienda, señalando que tampoco los bancos de inversión lo habían visto venir. Cuando las preguntas más duras comenzaron a formularse sin parar, el por entonces ya célebre «Mozilo sinsentido» eligió aparecer y dejar claro que Countrywide no estaba solo en esto: «Estamos experimentado una extraordinaria caída de los precios, una como no se ha visto desde los tiempos de la Gran Depresión».[133]

La mayoría de las culturas tienen un tabú para referirse al peligro o el mal, y se cree que al nombrarlo se puede hacer aparecer. Quizá Mozilo debiera haber tenido esto presente. Al día siguiente las acciones de Countrywide se desplomaron 11% y el Dow Jones también cayó a un buen ritmo. Un banco de inversión, quién sabe si no algo supersticioso, criticó a Mozilo por usar la palabra que empieza por «D»: «Él lo empezó todo».[134] Countrywide pronto se encontró en dificultades para renovar sus préstamos al perder la fe de sus inversores en la solvencia de sus activos. La compañía apenas se mantuvo a flote el resto del año, hasta que fue comprada en enero de 2008 por el Bank of America. Los medios comenzaron a denunciar cómo Countrywide había engañado a la gente para asumir hipotecas *subprime* tóxicas para conseguir amplios beneficios. Betsy Bayers, que había dejado su puesto como directiva de la oficina de control del negocio, rechazó de plano estas acusaciones, afirmando que la compañía no había ganado dinero: «Todos estos años se estaba perdiendo dinero… Se gastaba demasiado dinero consolidando la posición, abriendo un centro *subprime* tras otro».[135]

Una semana antes de la reunión antes mencionada, dos fondos de inversión de Bear Stearns colapsaron. Estos fondos, valorados en 40 millardos de dólares, habían apostado muy fuerte en el mercado hipotecario, especialmente por las hipotecas *subprime*, y sufrían ahora pérdidas severas. Nadie estaba dispuesto a inyectar dinero «fresco». En esta hora crucial para el banco de inversiones, su CEO y principal ejecutivo, James Cayne, estaba jugando al bridge en un torneo en

Nashville, Tennessee, y no podía ser contactado ni por móvil ni por correo electrónico. Los beneficios de Bearn Stearns del tercer trimestre caerían el 61%.[136] Durante una reunión el 3 de agosto, su principal financiero afirmó que el mercado de valores se encontraba en su peor momento de los últimos 22 años. Las acciones se hundían, y los sorprendidos espectadores de la CNBC asistieron al espectáculo de Jim Cramer, presentador del programa de inversión *Mad Money*, caminado errático por el plato, gritando y quejándose de que la Fed «no tenía ni idea» de lo desastroso de la situación y que tenía que dar dinero prestado a los bancos de inversión, para concluir afirmando que «vivimos un Apocalipsis».[137]

En abril de 2007, incluso la división de *rating* de Moody's asumió finalmente que debía revisar sus calificaciones para el mercado inmobiliario. Cuando los analistas realizaron las simulaciones basándose en los nuevos presupuestos, se dieron cuenta de que la alquimia nunca había funcionado. Las hipotecas malas siempre fueron malas, daba igual lo que se hiciese con ellas; el plomo nunca se había convertido en oro. El 16 de agosto, Moody's rebajó la calificación de 691 diferentes participaciones respaldadas por hipotecas en un solo día, aludiendo a «conducta extraordinariamente pobre en general».[138] Los analistas de Moody's y el resto de agencias se pusieron a trabajar contrarreloj durante el resto del año para rebajar los *ratings* de inversiones antes vistas como seguras. Entre el tercer trimestre de 2007 y el segundo trimestre de 2008, participaciones por valor de 1,9 billones de dólares vieron rebajados su *rating*.[139]

Este era el modo en que las agencias trataban de cortar el paso a un puente que hacía tiempo se había derrumbado. El número de familias que no pagaban sus hipotecas era ya superior al 5% y crecía semana a semana. Alrededor de 10 compañías hipotecarias caían en bancarrota cada semana. Era demasiado tarde para que las agencias de rating salvasen su prestigio. «Si no se pueden predecir las pérdidas, ¿cuál es la utilidad entonces de vuestra calificación?», preguntaba un enfadado ejecutivo de Fortis Investment en un correo electrónico. «Habéis legitimado estas cosas, llevando a la gente a asumir un grave riesgo». Un ejecutivo anónimo afirmaba en un informe interno de evaluación de Moody's: «Estos errores hacen parecer que o bien somos incapaces para analizar el crédito o que hemos vendido nuestra alma al diablo por el beneficio, o un poco de las dos».[140]

La pérdida de dinero era problemática, la pérdida de confianza catastrófica. Por cada participación garantizada por hipotecas cuya calificación era rebajada, la fe del mercado en las agencias de calificación iba disminuyendo. En una economía que se había convertido progresivamente en un conjunto de productos estructurados cada vez más complejos y menos claros suponía un desastre. Dado que los propios inversores no tenían ni idea de lo que las participaciones incluían, la calificación Aaa les otorgaba todo el valor. Y ahora resulta que casi todas habían sido calificadas erróneamente. Y, como si fuese una orden, todos los inversores

dejaron de comprar participaciones garantizadas por hipotecas. Todas las instituciones financieras y compañías especiales cuyo modelo de negocio se basaba en obtener crédito a corto plazo para continuar la compraventa de participaciones descubrieron de repente que ya no podían renovar sus préstamos.

Esto supuso una retirada masiva de fondos. Al tratarse del sector bancario en la sombra, no implicaba muchedumbres reales acudiendo en masa a los bancos para tratar de recuperar sus depósitos antes que otros, pero el mecanismo y los efectos que hicieron que los bancos acabasen «panza arriba» en el proceso fue el mismo. Todas las compañías especiales, *conduits* y vehículos estructurados de inversión que se habían llenado hasta el borde con participaciones garantizadas por hipotecas y que los bancos habían sacado de sus balances ordinarios dependían de poder renovar préstamos a corto plazo de quizá 1 millardo, 10 millardos o 30 millardos de dólares por periodos que iban de los 9 meses a las 24 horas. Los inversores habían tratado a estas compañías especiales como si fuesen tan seguras como la banca ordinaria, pero ahora conocían los graves riesgos que se les pedía financiasen y decidieron «cerrar el grifo». Exigieron su dinero de vuelta y se negaron a prestar más. Un tercio de estas compañías especiales desapareció durante la segunda mitad de 2007.[141]

Todo esto se sustanció en un proceso dramático, ya que llegados a este punto más dinero circulaba en el sector bancario en la sombra que en el ordinario. El conjunto de la economía se había vuelto dependiente del sector en la sombra. Los bancos, que en un arranque de genialidad habían sacado gran parte de sus activos de sus balances, ahora se daban cuenta de que nadie quería financiar esos activos. Tuvieron que acudir al rescate usando su propio dinero, o porque tenían una obligación legal de hacerlo o porque era el único modo de preservar la confianza del mercado en ellos. Los bancos habían creado estructuras búmeran. No importa cuán lejos las hubiesen lanzado: habían acabado volviendo a sus balances. Los bancos se vieron forzados a asumir compromisos extraordinarios y la ley preveía que debían acumular capital para cubrir esos compromisos, pero el mercado no se encontraba con ánimo de prestar. En tan solo unas horas un banco estable podía pasar a estar al borde de la insolvencia. El Citigroup vio crecer su debe en 49 millardos de dólares en tan solo un día en diciembre de 2007. Para los bancos no había otro modo de activar los frenos de emergencia y aumentar su reserva de capital que tomarlo prestado directamente de la Fed. Puede decirse que el hundimiento bancario comenzó el 9 de agosto de 2007. Ese día el banco francés BNP Paribas adoptó la medida infrecuente de impedir que los inversores retirasen sus depósitos de los tres fondos del mercado monetario que invertía en participaciones garantizadas en EE.UU. Tan solo una semana antes su Dirección había afirmado que la exposición del banco a las *subprime* era en la práctica inexistente, pero ahora el BNP afirmaba que tras el colapso de los precios era

imposible realizar una tasación del valor de los fondos. La preocupación se extendió a muchas otras instituciones que se encontraban en similares circunstancias y el mercado bursátil comenzó a hundirse. Los bancos centrales europeos y americanos reaccionaron inyectando liquidez en el mercado financiero.

Cuatro años antes el exitoso inversor Warren Buffett había descrito en su comunicación anual a sus accionistas cómo grandes riesgos se estaban concentrado en un pequeño grupo de agentes del mercado, que además habían creado un gran volumen de negocio entre ellos. Lo que se traducía en un solo hecho que afectase a uno de ellos podría provocar la caída de todos, provocando una crisis de todo el sistema. Los instrumentos financieros que crean estos vínculos de riesgo podrían compararse con «bombas de relojería» o «armas financieras de destrucción masiva», potencialmente letales para todo el sistema financiero. Buffett no tenía en mente las acciones garantizadas por hipotecas, sino diversos tipos de derivados que implican el cambio de mano del dinero en algún momento del futuro basado en el valor de un bien. Así descrito, la concentración de riesgo y el hecho de que o bien todos aguantasen o cayesen al unísono parecía una realidad a finales de 2007. El problema residía en que las armas de destrucción masiva estaban ocultas en diferentes lugares del sistema financiero. Eran lo que Donald Rumsfeld habría llamado «desconocidos conocidos», cosas que sabemos que ignoramos. Solo queda saber si habría tiempo suficiente para localizarlas y desactivarlas antes de la «megacatástrofe» que Buffett sentía estaba incubándose con la escena de riesgo generalizado.[142]

Pánico racional

Los informes económicos de los siguientes 12 meses hicieron parecer que la tecla «repeat» se había quedado atascada: el mercado inmobiliario se deterioró aún más, los bancos anunciaron nuevas pérdidas, los bancos centrales rebajaron los intereses e introdujeron innovadores sistemas para inundar los mercados de liquidez. Los analistas no hacían más que preguntarse si lo peor habría pasado ya. Pero no había pasado: el principal problema no era la falta de liquidez sino de confianza, cuando la gente desconfía de los bancos por simple y puro miedo y decide llevarse su dinero a casa. Esto podría haberse solucionado con préstamos temporales de los bancos centrales. Los bancos se habían embarcado en algunos negocios ruinosos que se iban demostrando peores con el paso del tiempo. No era tanto un problema de liquidez sino de falta de solvencia. Como Paul Krugman mantuvo, el pánico no era irracional sino racional.[143]

El desplome de las obligaciones causó pérdidas a Merrill Lynch, cuyos empleados habían asumido más y más riesgos para conseguir mayores beneficios, de 100 millones de dólares al día durante agosto y septiembre de 2007. Pero esto no impidió a su CEO continuar jugando al golf, 20 recorridos en esos mismos meses,

incluyendo 3 recorridos en 3 campos diferentes en el mismo día. En octubre se vio obligado a dimitir, pero no se iría con las manos vacías: Merrill Lynch le dio una despedida de platino de más de 161 millones de dólares.[144] Y, dado que la hemorragia de la compañía iba en aumento, su sucesor John Thain decidió adelantar el pago de bonus a los empleados por valor de 4 millardos de dólares, así como gastar 1,2 millones en renovar su despacho y espacios adyacentes. Entre otras cosas compró una papelera de 1.400 dólares.

Charles Prince, de Citigroup, el hombre al que se acusaba de no distinguir una CDO de la lista de la compra, se enteró por primera vez en una Junta en septiembre de 2007 que su banco acumulaba 43 millardos de dólares en diferentes tipos de participaciones garantizadas por hipotecas. Cuestionó al responsable si esto podría suponer un problema y la respuesta fue que no se esperaban más pérdidas. Solo dos meses después el banco estimó sus pérdidas en *subprime* en 10 millardos de dólares. Prince decidió renunciar, llevándose 38 millones de dólares en bonus, acciones y opciones.

En septiembre de 2007, el Reino Unido sufrió una crisis debido a una clásica retirada masiva de depósitos en las calles y plazas. En escenas que el país no había vivido durante los últimos 140 años, largas colas de clientes esperaban para retirar sus fondos de las oficinas comerciales del Northern Rock. Este banco de Newcastle obtenía dos tercios de su financiación de préstamos del mercado monetario, con la posibilidad de cancelarlos en cualquier momento, y empleaba el dinero en hacerse con participaciones garantizadas por hipotecas cuyo valor excedía al de las propias casas.[145] Como Martin Wolf había concluido, las garantías gubernamentales del sistema bancario hacían que los clientes atendiesen solo a la alta rentabilidad obtenida por el Northern Rock y no a los grandes riesgos que asumían. Pero este temerario modelo de negocio no podía sobrevivir en un mercado atribulado que no iba acercarse ahora a menos de dos metros de una participación garantizada por hipotecas. El Banco de Inglaterra, banco central de Reino Unido, hizo pública su voluntad de apoyar al Northern Rock el 14 de septiembre, pero no fue suficiente para calmar a sus clientes; todo lo contrario, supuso una escalada en la retirada de depósitos. Hicieron falta tres días para que desapareciesen las colas, cuando el gobierno declaró que los contribuyentes indirectamente garantizaban los depósitos. Este fue el primer paso hacia la nacionalización.

Solo unos pocos días antes de la retirada masiva de fondos, un *trader* de Lehman Brothers había subrayado en un correo electrónico que ahora era el momento idóneo para comprar: «Compra Northern Rock para tus hijos, tu madre y tus peces».[146]

Y no se trataba de un iluso en solitario. A pesar de una serie de alarmas que saltaron y un sucesivo número de reuniones con el banco, la autoridad financiera de Reino Unido (UK Financial Service Authority) no pensaba que se dieran

grandes problemas. Al contrario, la FSA había aprobado los dividendos y modelos propuestos por Northern Rock justo antes de su fin. Como dijo un periodista, parecía que se «habían quedado dormidos conduciendo».[147]

Los gigantes hipotecarios patrocinados por el gobierno de Estados Unidos también fueron optimistas hasta el final. En enero de 2007 el jefe de los economistas de Fannie Mae envió un mensaje de esperanza en una rueda de prensa: «Creo que lo peor en el mercado inmobiliario ya ha pasado. Las mayores caídas han quedado atrás».[148] Durante el mes siguiente, el CEO de Fannie Mae, Daniel Mudd, aprobó un plan para comprar más hipotecas *subprime* dotado con 11 millardos de dólares. Reconocía problemas con hipotecas anteriores pero estaba convencido de que las de 2007 eran mejores. Sin embargo no hizo falta mucho tiempo para que se demostrase que las de ese año eran incluso peores. En marzo, Mudd admitió que el negocio *subprime* estaba experimentando un «derrumbe parcial», pero afirmaba que los test de estrés de los activos de Fannie mostraban que no se sufrirían más pérdidas.[149]

En cambio *The Economist* advertía que incluso ligeros descensos de las participaciones respaldadas por hipotecas podrían provocar la insolvencia de Fannie y Freddie, ya que la garantía gubernamental les había permitido operar sin apenas contar con un margen. Tenían tan solo 83 millardos de capital para cubrir responsabilidades por valor de 5 billones de dólares. Esta cantidad arrojaba un índice de apalancamiento de más de 60 a 1, el doble de un banco de inversión que normalmente se percibía como terriblemente descapitalizado. Las crecientes y aún no declaradas pérdidas de las hipotecas podían acabar con Fannie y Freddie, y la mera sospecha de que esto pasase les podría hacer imposible seguir tomando dinero a préstamo en el mercado para cubrir sus gastos. Lo que, paradójicamente, podría generar un efecto dominó en todo el sistema financiero, dado que a los bancos les estaba permitido acumular créditos sin límites con las GSE. Y, lo que es más, muchos bancos centrales extranjeros poseían obligaciones emitidas por Fannie y Freddie. La publicación había hecho realidad sus temores: «El espectro de la crisis financiera se atisba en el caso de que cualquiera de estos dos gigantes hipotecarios se derrumbe».[150]

La pareja perdió más de 5 millardos en 2007, pero seguía pagando dividendos a sus accionistas por valor de 4 millardos de dólares. «La idea más extendida es que, si algo ocurría en el mercado inmobiliario, el gobierno necesitaría a Freddie y Fannie más que nunca y tendría que rescatarlos», comentaba David Andrukonis en retrospectiva sobre Freddie.[151]

El Tesoro y la Fed trataron de hacer entender a Fannie y Freddie en reuniones secretas que debían acumular más capital. Ben Bernanke amenazó incluso con criticar públicamente a ambas empresas si no trataban de aumentar sus reservas de capital. Fannie redujo su cartera hipotecaria y comenzó a plantear una

ampliación de capital a sus accionistas, pero Freddie continuó su expansión y ejecutó tan solo algunos actos aislados sin importancia. En marzo de 2008, en una reunión con analistas e inversores en Nueva York, el CEO de Freddie Richard Syron declaró desafiante: «Esta compañía no se arrodilla ante nadie». Pero con el deterioro progresivo del valor de sus acciones y de la economía en general norteamericana Freddie se encontró con dificultades cada vez mayores para conseguir nueva financiación. En octubre de 2007 sus acciones cotizaban a 60 dólares, a finales de año valían la mitad, y en julio de 2008 habían perdido el 90% de su valor.

Estos gigantes participados por el gobierno veían ahora cómo se aceleraba su caída. Y aún con todo el Secretario del Tesoro Hank Paulson insistía en julio de 2008 que «su supervisor ha dejado claro que ambas están suficientemente capitalizadas». William Poole, que acababa de cesar como presidente del Federal Reserve Bank of Saint Louis, llevaba advirtiendo desde hace mucho sobre este tipo de compañías. En la convicción de que de acuerdo a las normas usuales de contabilidad ambas compañías estaban en el mejor de los casos en bancarrota, apenas podía creer lo que decían declaraciones como las anteriores. Tres días después, la Administración se vio forzada al rescate efectivo de ambas. Paulson declaró que tanto Fannie como Freddie podrían tomar dinero prestado directamente de la Fed y que los contribuyentes podrían tomar parte de las compañías comprando acciones. La legislación para el rescate concedió a la Administración el control sobre ambas empresas, así como elevó la deuda nacional en 800 millardos de dólares para cubrir de esta manera las deudas de Fannie y Freddie. Entrevistado en la CNBC, Paulson matizó sus afirmaciones del 10 de julio: «Nunca dije que las compañías estuviesen suficientemente capitalizadas. Lo que dije fue que su supervisor había dicho que estaban adecuadamente capitalizadas».[152]

Un alto ejecutivo de Freddie Mac concluía: «Básicamente ha pasado lo que todo el mundo esperaba que pasase, cuando las cosas se han torcido el gobierno a acudido al rescate».[153] Era demasiado incluso para el Premio Noble de Economía Joseph Stiglitz. Seis años antes había afirmado en un informe encargado por ambas empresas que su nivel de riesgo «efectivo era cero». Ahora en cambio las atacaba a ellas y a la Administración en un virulento artículo en el *Financial Times*:

No debería preocuparnos que los accionistas pierdan su dinero. En los últimos años ya han sido ampliamente compensados. La política de salarios que aprobaron para los directivos estaba diseñada para fomentar la asunción de riesgos excesivos. Han conseguido lo que estaban buscando. Tampoco debería preocuparnos que los acreedores no recuperen su dinero. La laxitud de supervisión alimentó la burbuja inmobiliaria y ahora deben pagar el precio. Una ley básica de la economía establece algo así como que no hay comida gratis.

Algunos en el mercado financiero han comido fastuosamente y ahora la Administración quiere que los contribuyentes pagan parte de la cuenta. Simplemente deberíamos decir no.[154]

Los compromisos asumidos por la Administración pronto habrían de ser mucho mayores, ya que pronto se reveló que las medidas iniciales no eran suficientes para calmar a los inversores u a otros. El 7 de septiembre Fannie Mae y Freddie Mac fueron plenamente nacionalizadas. Sus CEO y Consejos de Administración fueron despedidos, el Gobierno inyectó 200 millardos de dólares en las empresas y se comprometió a futuros préstamos a cambio del control. El Gobierno se había cansado de la privatización de las ganancias y la socialización de las pérdidas. En el futuro las ganancias, si las hubiera, también se socializarían.

Bill Clinton, durante cuya presidencia Fannie y Freddie habían alcanzado extraordinaria relevancia, admitía ahora lo que los críticos habían denunciado desde el principio: «Con franqueza, nunca fueron una estructura ideal. Eran operaciones del gobierno».[155]

Richard Fuld se la lleva en la cara

Cuantas más pérdidas y rebajas se anunciaban más parecía que las *subprime* eran un *tsunami* que amenazaba con arrasar la banca de inversión de Wall Street. Sin duda eran los que más habían sufrido la crisis, y esto supuso una gran sorpresa para muchos políticos, como el Presidente del Grupo de Trabajo de los Mercados Financieros, porque siempre habían pensado que la crisis tendría su origen en los fondos de capital riesgo y no en los más regulados bancos de inversión. Paul Atkins, un antiguo comisionado de la SEC, piensa que una de las razones por las que la SEC no pudo prever la crisis fue que estaba ocupada tratando de regular los fondos de inversión alternativa.[156]

El 16 de marzo de 2008 la Fed adoptó la drástica decisión de comenzar a prestar directamente a los bancos de inversión. Hasta entonces este había sido un privilegio exclusivo de la banca comercial, aquellos que aceptan depósitos del público en general. Las acciones de Bearn Stears, el banco de inversiones que era un tanto diferente y un poco más agresivo que el resto de bancos de inversión y cuyos fondos estaban en situación problemática ya desde el principio, cotizaban a 133 dólares. El 10 de marzo habían caído a 62 dólares. Los rumores persistentes sobre problemas de liquidez de Bearn Stearns causaron que a final de la semana se desplomasen a 30 dólares. Mientras tanto James Cayne, que había dimitido como CEO pero seguía siendo Presidente, estaba participando en un torneo de bridge en Detroit, Michigan, y el blog del *Wall Street Journal* mantenía a sus lectores informados en tiempo real de su actuación.[157]

Los accionistas que se fueron a la cama el viernes lamentándose de que las acciones de Bearn Stearns se hubiesen despeñado hasta no valer más que unos

lamentables 30 dólares por acción aún no sabían que lo peor estaba por llegar. Al despertarse el lunes, 17 de marzo, descubrieron que J.P. Morgan Chase había ofrecido comprar la mayoría de las acciones de Bearn Stearns a 2 dólares la acción y la Reserva Federal de New York se comprometía a garantizar 30 millardos de sus activos. En un solo fin de semana se había destruido el 84% del valor de la compañía.[158] Alguien con un especial sentido el humor pegó con cinta adhesiva un billete de dos dólares en las puertas giratorias de la sede de la compañía en Madison Avenue. Eso era todo lo que se presumía valía la compañía, de 75 años de historia. El 30 de mayo el acuerdo se cerró en 10 dólares por acción, pero en la memoria subsiste ese billete de 2 dólares pegado en las puertas del edificio de 43 plantas, que, como el esclavo de antaño, le susurra al oído de Wall Street: «Tú también eres mortal».

A lo largo de todo el fin de semana, la gente del Departamento del Tesoro, la Fed, Bearn Stearns y sus principales rivales habían ocupado el edificio de oficinas y habían examinado los libros de la compañía y los contratos en un intento por encontrar un modo de prevenir que los problemas de un solo banco de inversión acabasen en un colapso del sistema. Al final no tuvieron más remedio que aceptar un incómodo matrimonio de conveniencia en el que el gobierno aportaba la dote. Y este fue el ensayo general. Unos meses después, durante el fin de semana del 12 al 14 de septiembre, funcionarios, abogados y agentes del mercado se reunían otra vez, ansiosos para revisar documentos de Excel y hojas de cálculo para salvar a un banco de inversión afectado por las hipotecas *subprime*, uno cuyas acciones habían caído un 48% el día después de que Bearn Stearns fuera comprado. Se trataba del banco de 158 años de historia y 23.000 empleados Lehman Brothers. Y esta noche no fue tan bien como había ido el ensayo. Este fue el fin de semana en que se vació el restaurante de Estocolmo.

Más tarde se afirmaría que se decidió desde la Casa Blanca dejar a Lehman porque ya se había comprometido fielmente con una política del *laissez faire*. Pero la expansión del gasto público de la Administración Bush, así como sus rescates de Bear Stearns, Fannie Mae y Freddie Mac, demuestran que no hay mucho de cierto en esa afirmación. Lo que sí es verdad es que la Administración se encontraba sometida a una gran presión debido a esos mismos rescates y que trataban de encontrar un medio como fuese de salvar a otras instituciones sin tener que emplear el dinero de los contribuyentes. De hecho, intentaron más o menos hacer lo que habían hecho en Bearn Sterans, pero se encontraron con problemas inesperados.

El CEO de Lehman durante los últimos 16 años, Richard Fuld, llevaba ya un periodo bastante largo tratando de encontrar un comprador para la compañía. El Secretario del Tesoro Paulson le había animado a hacerlo en diversas ocasiones. Fuld había asumido la misión con la misma intensidad y agresividad que le habían

hecho ganarse el sobrenombre de «el Gorila». A diferencia de otros titanes de Wall Street, que eran elegantes jugadores de golf o bridge, a Fuld lo que le gustaba era exprimirse jugando al extravagante juego del squash. Los que le tenían como jefe atestiguan que era un individuo autoritario con una mirada helada que podía aterrorizar a sus empleados. No tenía tiempo para adversarios o contrincantes. Se cuentan innumerables historias de personas de muy alta posición que habían sido expulsadas de su despacho simplemente por llevarle la contraria. Solo subías a su despacho de la planta 31 si tenías buenas noticias.

A causa de esta cultura del sometimiento, nadie contradijo a Fuld cuando a finales de 2007, pensado que el mercado de las hipotecas titulizadas había tocado fondo, decidió ampliar la cartera hipotecaria de Lehman. Esta cultura había tenido generosos resultados desde el punto de vista salarial. En los últimos 8 años, Fuld se había embolsado 350 millones de dólares; su segundo iba al trabajo en helicóptero. En junio de 2008, las empresas filiales de Lehman sugirieron que los principales directivos deberían abstenerse de percibir bonus como un gesto de que asumían responsabilidades por los pobres resultados. Uno de los miembros de la Junta de Lehman, el primo segundo del Presidente Bush, George Herbert Walker IV, cortó de raíz este propuesta por correo electrónico: «Lo siento, gente. No sé que os están echando en el agua. Lo siento». Fuld aplacó a sus ejecutivos afirmando que esta idea nacía de personas que no podían pensar más allá de sus propios bolsillos. El último viernes, cuando la compañía estaba solicitando la ayuda de los contribuyentes para sobrevivir, se estaba planteando conceder a los ejecutivos una paga de más de 23 millones de dólares.[159]

Quizás la Casa Blanca deseaba tan solo una cabeza de turco y poner un ejemplo si al final dejaba caer a Lehman, tal y como reclamaban algunos. La opinión está divida sobre esto. Pero incluso si esto es así hubiera sido sencillo encontrar mejores candidatos que Richard Fuld.

A medida que los intentos por salvar su compañía se volvían más desesperados, el principal obstáculo con el que chocaba no era la pasividad del gobierno, sino su intervención y su regulación. Los esfuerzos de Fuld por encontrar un comprador fracasaron no solo porque existiese un sentimiento generalizado de que Lehman estaba sobrevalorada, sino también por lo que dos periodistas han denominado «el precedente Bearn Stearns». Dado que el Gobierno había intervenido en el rescate de Bearn Stearns, los potenciales compradores de Lehman esperaban ahora a hacer sus ofertas hasta que el gobierno no comenzase a ofrecer la venta en los mismos términos o incluso mejores. Otra solución posible consistía en convertir Lehman en un banco comercial, lo que le permitiría aceptar depósitos del público general. Fuld acudió a Timothy Geithner, de la New York Fed, hoy Secretario del Tesoro de Obama, y le cuestionó acerca de cuándo recibirían luz verde, pero Geithner no tenía ni idea. Lehman también propuso que

los activos contaminados fuesen transferidos a una compañía separada y que las inyecciones de capital se hiciesen en la buena. La SEC contestó que tal medida con la legislación vigente del momento tardaría tres meses en ejecutarse y para entonces Lehman Brothers ya no existiría.[160]

El último fin de semana, del 12 al 14 de septiembre, todas las esperanzas se concentraban en dos potenciales compradores: El Bank of America y Barclays de Reino Unido. Sin embargo, una vez que el Bank of America examinó detalladamente las cuentas de Lehman exigió un garantía de 65 millardos de dólares de la Fed, esto es, el doble de lo que Bearn Stearns había recibido. Esta exigencia dejó paralizada a la Administración. Teniendo presente el extraordinario agujero en el balance de Lehman, no se atrevieron a arriesgar el dinero de los contribuyentes. De hecho, Paulson incluso había afirmado que la legislación no lo permitía, ya que exigía garantías suficientes en caso de rescate, lo que Bearns Stearns (al igual que la compañía de seguros AIG) sí habían podido proporcionar pero Lehman no podía.

Bank of America se retiró de las negociaciones el sábado y comenzó un proceso de acercamiento a Merrill Lynch, que también atravesaba serías dificultades. Barclays, en cambio, se daba por satisfecho con una garantía gubernamental limitada. En la mañana del domingo, un grupo sindicado de bancos aceptaba asumir casi 60 millardos de los malos préstamos de Lehman mientras Barclays se hacía con el resto. Los negociadores de Lehman suspiraron aliviados: habían tenido éxito al fin. Pero a las 11:30 a.m. recibieron un mensaje de las autoridades financieras de Reino Unido, que acabó de golpe con la euforia. El trato se mantendría si las deudas de Lehman estaban garantizadas cuando abriesen los mercados el lunes por la mañana. En Barclays se alegraron de reforzarse con esta garantía, pero la FSA anunciaba a continuación que el banco no podría cerrar el acuerdo sin contar con la aprobación de sus accionistas, lo que podría tardar semanas. Nada está hecho hasta que está hecho.

Paulson telefoneó a su homólogo británico y a otros líderes políticos rogándoles hiciesen una excepción. Pero todos se negaron. Los funcionarios de EE.UU. creen que debido a una falta de confianza en el acuerdo. En cualquier caso estaban perdiendo la carrera contra el reloj. A mediodía del domingo ya era demasiado tarde para alcanzar un nuevo acuerdo, los mercados estaban a punto de abrir. Los directivos de Lehman Brothers no tenían más remedio que comenzar a preparar la que sería la bancarrota de mayor volumen en la historia de los Estados Unidos. Cuando al final se reunió el Consejo, Richard Fuld dijo sentirse enfermo. Su querido Lehman había dejado de existir.[161]

Tan solo unos días después, Fuld acudía a su oficina a resolver asuntos que aún estaban pendientes. Hizo una pausa y acudió al gimnasio corporativo subiéndose a la máquina de correr mientras un dispositivo controlaba su ritmo

cardíaco. Un antiguo subordinado suyo se dio cuenta de que el «Gorila», que tanto terror solía inspirar, estaba en el gimnasio. Se acercó a Fuld y le golpeó en el rostro.[162]

El gigante yacía ahora en el suelo. Una semanas más tarde fue convocado a una audiencia ante una Comisión del Congreso en la que los diferentes miembros se turnaron para humillarle ante los medios de comunicación de todo el mundo. Una periodista comentaba a sus espectadores que tras escuchar algunas de sus respuestas ella también sentía deseos de golpearle en la cara. Era como un personaje extraído de las novelas de Tom Wolfe, un Señor del Universo, invencible. Pero algo se tuerce, un accidente, un negocio de consecuencias imprevisibles, una llamada a la persona equivocada. Todo gira y el mismo público que ayer estaba reverenciándole hoy se mofa y burla. De repente el gigante se vuelve extraordinariamente pequeño. Y es difícil no sentir una pizca compasión por el hombre de familia que amaba a su empresa tanto y es ahora humillado por el Congreso o yace en el suelo de un gimnasio ante los ojos de los medios de comunicación.

Y esto es así hasta que se acuerda de ello uno de los fabricantes de plásticos cuyos préstamos no podrán ser renovados porque el mercado de crédito está congelado. O la joven secretaria que vuelve más temprano a casa para contarles a su marido e hijos que ha sido despedida porque la economía se ha frenado bruscamente. Entonces, toda compasión desaparece.

La semana más terrorífica de todos los tiempos

Es la semana más terrorífica que nunca había experimentado, recuerda un *trader*. Fue la semana en que la economía global casi sufre un infarto. El personal de todas las firmas de Wall Street estaba trazando esquemas en los que aparecían Lehman y filiales, con flechas y líneas que mostrasen su grado de exposición a ellas. Concluyeron finalmente que las cosas iban a salir bien, que no habría una crisis sistémica, que este no era el fin del mundo.

Y no se hubiera dado una crisis sistémica si no hubiese sido por el anuncio de pérdidas que hizo el fondo del mercado monetario mientras la familia con hijos disfrutaba de un pichón en el restaurante de Estocolmo. El mercado monetario que parecía ya como no muy seguro en agosto de 2007 a causa de las hipotecas titulizadas se convertía ahora en el instrumento para asestar el golpe de gracia. Para la noche del miércoles los inversores institucionales habían retirado casi 150 millardos de dólares, más de 1/20 del volumen total. El pánico se extendió por los fondos especializados en el mercado monetario que comenzaron a vender para poder devolver el dinero a sus inversores. El jueves, Putnam liquidó 15 millardos de dólares para hacer frente a la presión de las demandas de reintegros. El interés que los emisores de obligaciones comerciales se vieron obligados a ofrecer pasó del

2 al 8% al decidir el mercado que las obligaciones del Tesoro eran el único objeto seguro de demanda. Uno de los principales mecanismos para conseguir financiación para las compañías ordinarias acababa de colapsarse.[163]

Un banco de inversión del tamaño de Lehman está implicado en negociaciones con otros bancos, fondos y compañías por valor de billones de dólares. Todos los capitales y garantías que eran parte de estos tratos quedaron congelados tan pronto como fue declarada la bancarrota, lo que se traduce en que nadie puede recuperar el dinero que le hubiese prestado a Lehman. Muchos fondos de inversión cuyos asustados inversores querían retirar su dinero veían ahora cómo gran parte de sus activos quedaba inmovilizada en la declaración de bancarrota. Y si Lehman, con su historia de 158 años, podía hundirse así, dejando tan solo un cráter tras de sí, cualquiera podría. Tras ser golpeados de esta manera, no quedaba ningún otro mercado viable al que acudir para obtener liquidez. Las empresas dejaron de confiar en los bancos, los bancos dejaron de confiar entre ellos, y muy pocos prestaban algo a alguien. Como la canción de *Cabaret* enseña, el dinero es lo que mueve el mundo. Llegados a este punto parecía que el mundo dejaría de girar.

Los Angeles Times y *Newsweek* publicaron una ilustración de Mike Smith en la que un cliente entra en las oficinas de un gran banco y dice: «Estoy aquí para pedir un préstamo». El que atiende la sucursal responde: «Que gracia, yo iba a decir lo mismo». Y no se alejaba demasiado de la realidad. Los atemorizados bancos estaban rebajando la cantidad de sus préstamos, el plazo de sus créditos y el número de sus deudores. Solo unos pocos bancos estaban posicionados sobre un terreno sólido, y este era el caso del HSBC del Reino Unido, cuyas acciones subían gracias a una cultura corporativa de mayor cautela y una gestión de la crisis temprana, pero el sentimiento generalizado es que casi todos eran vulnerables.

Esa fue la semana en la que los bancos de inversión, orgullo de Wall Street, fueron arrasados. Su existencia se retrotraía a los tiempos del Presidente Roosevelt y su *New Deal*, que prohibía a las entidades dedicarse al mismo tiempo a la banca de inversión y la banca comercial. Esta prohibición se había levantado con la firma del Presidente Clinton de la Ley Gramm-Leach-Blilley en 1999. Los bancos «universales» ya llevaban mucho tiempo operando en otros países y a partir de este momento comenzaron a extenderse por los EE.UU., así por ejemplo J.P. Morgan Chase o Citigroup. Pero algunos decidieron seguir como en los viejos tiempos. Los más importantes de los bancos de inversión siguieron siendo Bear Stearns, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley y Goldman Sachs.

Todos ellos habían asumido riesgos absurdos en el mercado hipotecario y, sin el acceso a una financiación más estable en forma de depósitos de ahorradores ordinarios, no tenían una perspectiva muy halagüeña de salir vivos de una crisis que se estaba acentuando. En marzo de 2008, J.P. Morgan Chase se hizo con Bear

Stearns por menos de un cuarto de lo que había costado edificar el rascacielos en el que el banco de inversión tenía su sede. El 15 de septiembre, tras el intento fallido de rescate debido no a una fe inquebrantable en el *laissez faire*, sino a la burocracia británica, Lehman Brothers fue declarado en bancarrota. El mismo día, Merrill Lynch fue comprado por el Bank of America, que pagó un 70% menos del precio al que cotizaban las acciones el viernes anterior. Merrill había perdido hasta ese momento 50 millardos de dólares en el negocio de las hipotecas titularizadas.

Ahora parecía que las siguientes fichas del dominó en caer serían Morgan Stanley y Goldman Sachs. Todo el mundo tenía puestos sus ojos en ellas y sus acciones se desplomaron. Los inversores retiraron su dinero y buscaron los emplazamientos más seguros como las obligaciones del Tesoro. El domingo 21 de septiembre de 2008, la Fed anunció que había tramitado las solicitudes de Morgan Stanley y Goldman Sachs para convertirse en bancos comerciales, pudiendo así operar en una red comercial y aceptar depósitos del gran público. Esta era, curiosamente, la solución que Timothy Githner, de la New York Fed, había desaconsejado a Richard Fuld para Lehman Brothers.

La ley Gramm-Leach-Blibey fue aludida con frecuencia, especialmente antes de que la crisis financiera alcanzase su punto álgido, como un ejemplo de cómo la desregularización está en el origen de los problemas. Y ello porque concedía el beneplácito a bancos comerciales como el Citigroup para adquirir instrumentos financieros como las hipotecas titularizadas. Este argumento pronto se probó como falaz, ya que los que fueron más afectados por la crisis fueron los propios bancos de inversión, que no se habían visto afectados por la desregularización. Como Bill Clinton señaló, la desregularización, si en algo ayudó, fue a estabilizar la situación.[164] Sin esta, no hubiese sido legal que J.P. Morgan Chase comprara Bearn Stearns o para el Bank of America adquirir Merrill Lynch. Morgan Stanley y Goldman Sachs no hubiesen podido salvarse transformándose en bancos con una división comercial. Considerando la magnitud del terremoto que sacudió el mundo cuando uno de los gigantes de Wall Street se derrumbó, solo podemos especular con qué habría ocurrido si a Lehman Brothers se le hubiesen unido los otros cuatro.

Pero los bancos de inversiones no fueron los únicos en colapsar en este fatídico fin de semana. Un enorme alijo de armas financieras de destrucción masiva acababa de ser descubierto, y las cosas comenzaban a ir muy mal, causando potencialmente una serie de explosiones a lo largo y ancho del sistema financiero. Eran las CDS, una especie de seguro financiero que se toma a causa del riesgo de que una compañía o valor se hunda. La historia de las CDS nace en Boca Ratón, un lujoso hotel en Florida en el que unas 80 personas de J.P. Morgan & Co. participaron en una convención en 1994. La leyenda cuenta que los jóvenes banqueros tuvieron una fiesta tal que acabaron tirándose a la piscina unos a otros

completamente vestidos. Y aún con todo las ideas que se les ocurrieron fueron incluso más salvajes. El problema que se les había pedido que resolviesen era el siguiente: J.P. Morgan estaba a punto de alcanzar su límite establecido por la legislación bancaria. ¿Cómo podían disponer de las enormes cantidades que debían reservar para el caso en que las empresas y los gobiernos a los que prestaron debieran suspender pagos?

J.P. Morgan era famoso por su cultura de grupo. Mientras que en otros bancos de inversión se fomentaba el individualismo, que cada uno hiciese lo suyo, ellos animaban a formar equipos y a desarrollar productos de forma conjunta. Muchos de ellos progresaron más tarde en sus carreras, especialmente tras la fusión de J.P. Morgan con Chase Manhattan en el año 2000, pero la «Mafia Morgan» fue siempre célebre por los estrechos lazos establecidos entre los antiguos colegas, un poco como amigos que hubiesen estudiado en el mismo colegio.

La reunión de Boca Ratón estaba presidida por Peter Hancock, que había sido nombrado Director de la División de derivados de J.P. Morgan a la edad de 29 años. Se había encaminado al sector de los derivados porque le hacían pensar del mismo modo que los problemas creativos que había tenido que resolver como estudiante de ciencias en la Universidad de Oxford. Ahora animaba a sus colegas al pensamiento libre y a aportar cualquier idea que se les ocurriese. La idea más interesante que se les había ocurrido y sobre la que después trabajaron en la sala de conferencias, en el bar o en la piscina, implicaba el mezclar créditos y derivados. El concepto se basaba en que un tercero asumiese el riesgo de que un negocio del banco podría salir mal. A cambio de pagos regulares, el tercero compensaría al banco si algo salía mal. Era un concepto análogo al de una póliza de seguros pero en este caso podría adquirirlo cualquiera, se podría comprar un seguro para el caso de que Suecia o Lehman Brothers suspendiesen pagos, aun el caso de que no se tuviesen negocios contraídos con ellos.[165]

Los nuevos créditos derivados se volvieron increíblemente populares en el mercado, ya que los bancos ahora podían comprar CDS por, es un decir, las instituciones a las que habían prestado dinero, e informar a continuación a sus supervisores de que ya no existía riesgo alguno para ellos si sus deudores incurrían en mora. Un tercero había asumido el riesgo, lo que significaba que los bancos eran libres ahora para invertir el capital. El problema, obvio por otra parte, consistía en que todavía asumían un riesgo, consistente en que el tercero que les había vendido la CDS no fuese capaz de pagar la compensación; es como si todo el mundo pudiese asegurar mi coche, y si conduzco sin ningún cuidado se va a tener que pagar mucho, mucho dinero. Pero a los ojos de los reguladores bancarios el riesgo se había eliminado. Y a los bancos les era indiferente, ya que, aunque ahora el riesgo no fuese menor, habían podido liberar grandes sumas de capital. Ya no tenían que preocuparse de los riesgos que representaban para ellos miles de

contrapartes y podían actuar en consecuencia más agresivamente. La regulación bancaria había hecho aparecer un derivado crediticio novedoso y más exótico que en sí no estaba regulado.

Cuando Lehman Brothers se hundió se hizo evidente que el pago de las CDS implicaría grandes cantidades de dinero. La gente se dio cuenta entonces de que el valor asegurado a través de derivados crediticios se había doblado anualmente. Tras el desastre de algunas empresas como Enron, muchos habían pensado que era este el mejor modo de reducir el riesgo. El mercado parecía que había alcanzado una cantidad total de 55 billones de dólares. La pregunta que quedaba sin resolver era quién estaba soportando ese riesgo ahora. ¿Podría realmente pagar? ¿Si una pequeña parte de las CDS se dejaban sin pagar y las pérdidas entonces causaban el hundimiento de un banco, provocaría esto más CDS que se dejaban sin pagar creando así una cadena de explosiones que podría noquear todo el sistema financiero?

A causa de esto negros nubarrones se cernían sobre AIG, American International Group. AIG no solo era la compañía aseguradora más grande del mundo, con 116.000 empleados, sino además la líder en la venta de CDS. El mismo día que Lehman se hundió, el lunes 15 de septiembre, las agencias de *rating* rebajaron la calificación de AIG. Dado que venía aplicando márgenes muy estrechos en sus pólizas de seguros basados tan solo en su anterior calificación, AIG se veía ahora forzada a conseguir más capital como garantía por valor de varios millardos de dólares a corto plazo, y sus acciones cayeron un 60% tan pronto como se abrieron los mercados. Uno de los que intervinieron en las conversaciones entre la Administración y la Fed sobre AIG fue Lloyd Blankfein, CEO de Goldman Sachs, el trabajo que había dejado Hank Paulson antes de convertirse en Secretario del Tesoro. Blankfein estaba especialmente preocupado, ya que si AIG se hundía su banco perdería alrededor de 20 millardos de dólares en pólizas de seguro, de acuerdo *New York Times* al. Pero no llegó a ocurrir. En lugar de esto se produjo otra intervención del Gobierno a gran escala. El martes, la Fed ofreció 85 millardos de dólares a AIG a cambio de la salida de su CEO y la posibilidad de comprar la mayoría de acciones de la empresa.[166]

Las CDS se han definido por muchos como un factor esencial para el agravamiento de la crisis, pero si se examina la situación con detalle se podrá comprobar cómo de ser empleadas correctamente no son una mala solución. Culparlas por la mala calidad de las hipotecas que estaban asegurando es lo mismo que estar en contra de asegurar las casas en caso de incendio porque no tienen detectores de humo. La posibilidad de asegurarse contra el colapso de una inversión es algo muy ventajoso para los que no quieren verse arrastrados. El que este tipo de seguros puede ser empleado por un tercero ajeno para apostar sobre el que un hecho le ocurra a alguien se traduce en que más información y una

multiplicidad de perspectivas ayudan a asegurar que el precio de las pólizas refleja más fielmente una estimación de las probabilidades. Si de repente el tomar un seguro se hace más caro contra una determinada institución, eso supondría una advertencia para la institución de que se avecinan problemas y le da tiempo para tratar de atajarlos.

Sin embargo las CDS compartían un defecto con las hipotecas titulizadas que a menudo aseguraban: no había forma para el mercado de determinar su precio. En cambio las CDS se negociaban de modos más aleatorios. Algunas veces en tratos no documentados cerrados por teléfono, e incluso durante mucho tiempo los vendedores no tenían forma de saber si el comprador se las había traspasado a un tercero. Dado que al final nadie sabía quién asumía qué riesgos, la escena estaba preparada para el caos. La falta de transparencia alimentó un pánico sobredimensionado, y así muchos creían que la bancarrota de Lehman habría podido activar el pago de indemnizaciones de pólizas por valor de cientos de millardos cuando en realidad la cantidad era de 6 millardos de dólares.[167] La ausencia de un mercado abierto y transparente también evitó el que apareciesen especuladores que hubiesen escudriñado cada CDS para encontrar las que merecían la pena. Y, comparado con el problema de las hipotecas titulizadas, ahora las cosas estaban el doble de mal con las CDS: Ahora se trataba del intercambio sin valoración de mercado de pólizas que aseguraban hipotecas titulizadas sin valoración de mercado. Había un agujero de dimensiones inabarcables para permitir la arbitrariedad y los errores.

Esta laguna fue explotada por la división financiera de AIG en Londres en 2004, cuando a alguien se le ocurrió la lucrativa idea de asegurar las hipotecas titulizadas. Dado que las agencias de *rating* habían aprobado estos productos, AIG concluyó que podría cobrar tarifas elevadas sin necesidad de tener que pagar nunca nada; era «dinero a cambio de nada». Las CDS comenzaron a fluir en todas direcciones y así lo hizo el dinero también en esta pequeña oficina, que aportó el 17,5% de los beneficios totales de AIG en 2005. Sus trabajadores fueron remunerados proporcionalmente. Cada miembro de esta reducida división se embolsó una media de un millón por año.[168]

Hacia diciembre de 2007 AIG había vendido CDS de diferentes tipos de participaciones por valor de 440 millardos de dólares. Más de un décimo se correspondía con hipotecas titularizadas que estaban perdiendo valor rápidamente. Su CEO aseguró a los inversores en una reunión que los modelos de riesgo de la compañía, que analizaban el riesgo subyacente en las hipotecas, les permitían sentir «un alto nivel de comodidad». Pero ningún modelo matemático, a pesar de lo complejo que pueda ser, es mejor que los datos con que se cuentan. Cuando AIG cerró sus tratos no contaba con que las participaciones verían rebajada su calificación o que los tomadores de las pólizas exigirían más garantías,

lo que era un derecho en caso de que las participaciones perdiesen valor. La razón por la que AIG consideró que nunca perdería dinero es algo tan simple como no contar con los mayores factores de riesgo al realizar sus proyecciones.[169]

La división financiera de AIG estaba supervisada por la Oficina de Supervisión Económica (OTS) del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos. Sin embargo en la OTS, cuyos funcionarios estaban siempre pendientes del departamento de AIG en Connecticut, nunca se pensó que las reclamaciones para el aumento de las garantías fueran a suponer un problema. Supuso que las CDS eran algo «benigno» considerando el *rating* obtenido, y ya que los bienes asegurados eran de bajo riesgo, habiendo obtenido también una buena calificación por parte de las agencias de *rating*.[170]

Solo que había un pequeño contratiempo. Para su vendedor la CDS nunca puede ser el equivalente de una póliza de seguro ordinaria. Si se tiene un accidente o una casa arde hasta los cimientos, esto no implica que todos los demás coches vayan a tener accidentes o que las demás viviendas vayan a arder. Lo que se traduce en que la aseguradora puede pagar a cuenta de la prima de los otros propietarios de coches o viviendas y aún obtener un jugoso beneficio. Pero en el mercado financiero «las desgracias no vienen solas». Si un banco se hunde o una acción pierde su valor, suele ser un signo de que hay otras que también están en problemas, en algunos casos incluso como consecuencia de lo primero. Una compañía aseguradora podría pronto verse solo con pérdidas. Los muchos bancos y fondos que habían vendido CDS se veían en mejor posición, ya que al tiempo habían comprado CDS para garantizar sus negocios, y sus pérdidas se cancelarían con sus ganancias en caso de que el mercado se encontrase en grandes dificultades. Pero AIG solo había vendido.

Cuando las participaciones comenzaron a hundirse, Goldman Sachs y otros exigieron que AIG acumulase más colateral. Dado que el valor de mercado de las CDS estaba cayendo simultáneamente, el asegurador se vio forzado a rebajar la valoración de sus activos de forma drástica. AIG necesitaba más y más capital de un mercado que cada vez era más reacio a prestarlo. Esto puso en marcha una espiral de pérdidas, que en ausencia del rescate hubiera supuesto un durísimo golpe para los bancos y las instituciones financieras que habían creado las CDS y asegurado todos sus tratos con ellas. En cambio, la espiral se frenó en seco con el rescate del día 16 de septiembre de 2008.

La semana siguiente, tras forzar la colaboración de los contribuyentes, los principales ejecutivos de AIG, en su rama de seguros de vida, se reunieron en California tal y como habían planeado tiempo atrás. Junto a los agentes, disfrutaron de tratamientos de *spa*, golf y comidas por valor de un millón de dólares. Al día siguiente, la Fed anunciaba el préstamo de casi 40 millardos de dólares más. Una semana más tarde se filtró que AIG había llevado a algunos de

sus principales ejecutivos a un exclusivo viaje de caza a Inglaterra al tiempo que se conducían las negociaciones. Y mientras tanto las peticiones para que AIG aumentase sus garantías por las CDS crecían. Al mes siguiente, se informó de que AIG se había gastado 343.000 dólares en un exclusivo resort de Arizona, justo antes de anunciar un tercer rescate que elevaba la suma total de préstamos y compra de acciones a 152 millardos de dólares. Pero en esta ocasión AIG escondió todos los logos corporativos y ordenó al *staff* del hotel no mencionar el nombre de la compañía bajo ninguna circunstancia. La idea, se supone, era no enfadar a los contribuyentes para que no buscasen a los directivos y les diesen un puñetazo en la nariz.

Contabilizando nada

Una de las razones por las que las hipotecas titulizadas fueron valoradas a la baja tan rápido y tanto se debió a que las normas contables forzaban a estimar a la baja los activos propios. Las agencias gubernamentales de los EE.UU. estaban preocupadas pensando que la legislación era demasiado laxa y había permitido la contabilidad creativa. Durante la burbuja de las *puntocom* muchas empresas habían empleado métodos extravagantes para calcular el valor de sus activos y Enron había conseguido engañar a los inversores engatusándoles mediante el empleo de complicados métodos matemáticos. Para contrarrestar esta situación, las autoridades financieras de EE.UU. impusieron ahora una contabilidad «mark-to-market». De acuerdo a este sistema, que se ha venido empleando por las empresas de los Estados Unidos desde 1993, un bien no se valora de acuerdo a su precio de adquisición, ni al precio esperado de venta en el mercado o de acuerdo a la plusvalía generada en el entretanto. En su lugar, debe estar sujeto al mercado, esto es, valorado de acuerdo al precio que tendría en el mercado si se vendiese en ese mismo momento. Las normas contables se reforzaron e hicieron aún más estrictas en 2007: bienes de difícil valoración, incluyendo las hipotecas titulizadas, debían seguir este sistema. «Si crees que los bancos están rebajando grandes cantidades de activos espera a que entren en vigor las normas contables este mes», profetizaba la *website* financiera CFO.com a principios de noviembre de 2007.[171]

Las nuevas normas entraron en vigor al mismo tiempo que se hundía el mercado de las hipotecas titulizadas. Escarmentadas por experiencias anteriores, las compañías auditoras querían evitar el ser demandadas por valoraciones incorrectas e insistieron en que la nueva legislación debía aplicarse. Dado que nadie se fiaba ya de las agencias de rating resultaba casi imposible encontrar a alguien en todo el mundo dispuesto a comprar hipotecas titulizadas. No existía un mercado líquido y los pocos con interés en comprar ofrecían una miseria. Algunos analistas pensaron que se trataba de un problema temporal y que una vez que el mercado se hubiese calmado y aumentase la transparencia la gente estaría

dispuesta a pagar más de nuevo por los bienes. La legislación contemplaba una excepción consistente en que la norma «mark-to-market» no debía aplicarse si no existía un mercado activo, pero la SEC no permitió que se emplease. En marzo de 2008 se hizo evidente que los activos debían ser «mark-to-market» cuando ya no había siquiera compradores en el mercado. La rebaja en la valoración se aceleró.

Hay algo natural y evidente en este método contable, simplemente al aceptar los precios actuales de mercado como lo más inteligente en lugar de emplear complejos cálculos en los que siempre cabe la manipulación y el encubrimiento de las pérdidas. Hay razones a favor de que esta siempre debería ser la opción por defecto, pero su debilidad es que al centrar su atención exclusivamente en el precio actual de mercado magnifica el ciclo económico. Si el mercado de valores sube todas las compañías cotizadas valdrán mucho más que antes y por consiguiente podrán reducir su fondo de seguridad y conseguir más crédito, lo que hará que sus acciones suban incluso aún más, lo que aumentará el valor de las instituciones y así sucesivamente. En época de «vacas flacas» en cambio las mismas empresas parecerán valer mucho menos y se verán obligadas a liquidar activos, lo que empujará el precio hacia abajo, lo que hará que los auditores rebajen aún más sus estimaciones y habrán de vender aún más activos de los que queden, y así sucesivamente, ahora en una espiral descendente. El anterior Director del Federal Home Loan Bank en Chicago advertía a la SEC:

En medio de una severa crisis, como la que sufrimos ahora, esto reforzará el ciclo negativo de pánico: caída de precios —pérdidas-ausencia de liquidez-contracción del crédito-más pánico-aún mayores caídas de precios-más pérdidas reportadas-mercados no activos—.[172]

Además, en la mayoría de los casos, las minusvaloración implicó que los poseedores de hipotecas titulizadas se vieron forzados a devolver dinero a aquellos que se lo habían prestado para comprar las participaciones (con estas como garantía). Algunos de los contratos estipulaban que los acreedores debían recibir su dinero en caso de que las participaciones cayesen por debajo de un determinado precio. O, en otras palabras, los titulares de estas tendrían que reunir aún más capital aunque el valor de las participaciones se estuviese desplomando. Los bancos con amplias carteras se veían en la misma situación que una familia que, mientras ve cómo caen los precios de las casas, recibe una llamada del banco en el que se le pide que devuelva toda la hipoteca.

Uno de los mayores críticos del «mark-to-market» era William Isaac, director del Federal Deposit Insurance Corporation de 1981 a 1985. Pensaba que los problemas financieros que afrontaban los Estados Unidos ahora no eran peores que en los años 80. Entonces como ahora, se dio una crisis hipotecaria, y los bancos estaban «hasta el cuello» de deudas nocivas con los países en desarrollo del mundo. Si se hubiera aplicado la regla del «mark-to-market», entonces, decía Isaac,

todos los grandes bancos de EE.UU. se hubieran hundido y hubiera sido el comienzo de una fuerte depresión.[173] «Los historiadores estudiarán este momento y afirmarán que el gobierno condujo a las empresas a la bancarrota al obligarles a soportar pérdidas artificiales», añadía el antiguo Presidente del Congreso Newt Gingrich.[174]

El 30 de septiembre de 2008, la SEC aceptó finalmente que no había un mercado vivo para las participaciones garantizadas por hipotecas. Se suspendió la regla del «mark-to-market», y las compañías fueron autorizadas a valorar sus activos por el volumen de circulante que eran capaces de generar. Si las autoridades querían salvar la banca de inversión de Wall Street, la compañía aseguradora más grande del mundo, y dos instituciones hipotecarias de capital público, llegaban un mes tarde. Actuaron tarde también para salvar un pequeño pero influyente país en el norte del Atlántico.

El cuervo desciende

Islandia, que es el resultado de una eyección de lava en el lugar en el que las placas tectónicas de Eurasia y América se encuentran en el Atlántico Norte, ha sido el escenario durante milenios de las más grandes epopeyas o «sagas», como sus habitantes las llaman. Escarpados paisajes, verdes praderas y majestuosas formaciones montañosas contribuyen a que sea uno de los países más hermosos del mundo. El calor del interior de la tierra se deja sentir todavía hoy a través de los géiseres que expulsan agua hirviendo desde la roca y los volcanes activos. En uno de los países menos poblados del globo, con solo 320.000 habitantes, los elementos naturales se hacen más presentes que en ningún otro lugar. Esta pequeña isla-nación del Atlántico-Norte ha sido lugar para fantasías y sueños.

En las dos últimas décadas Islandia ha experimentado una «saga» de tal nivel dramático y trágico que podría haber sido compuesta por Snorri o Sturla. David Oddson, un primer ministro de pelo abundante y rizado que escribía poemas y relatos cortos en su tiempo libre liberalizó la economía en los años 90. El gobierno redujo los impuestos y privatizó las empresas públicas, y creó un método sin parangón para gestionar los *stocks* de pescado —basado en el derecho de propiedad— que no solo evitaba la sobreexplotación sino también generaba plusvalías. La economía islandesa crecía a buen ritmo, y la pequeña isla, en la que aún se contaba historias de pobreza y hambruna, se convirtió en uno de los países más ricos del mundo. Sus altamente educados ciudadanos fundaron con éxito empresas en el ámbito de la tecnología de la información, de la energía y de la biotecnología, e Islandia compró tanto un club de futbol, el West Ham de Londres, como una cadena de supermercados inglesa, House of Fraser. A pesar de todo lo que se pueda decir hoy, en aquellos días todo el mundo envidiaba a esa pequeña banda de vikingos de nuestros días, todo arrojo y sin ningún miedo.

Hoy Islandia está virtualmente en bancarrota. Su mercado de valores cayó un 90% en 2008 y su economía se espera que se retroceda más de un 10% en 2009. El desempleo y el aumento del coste de la vida han arruinado a miles de personas. En octubre alguien con sentido del humor negro ofrecía el país en subasta en eBay: «Oportunidad única para comprar país del Norte de Europa (…) en situación financiera comprometida». La subasta empezaba en 1,75 dólares. Aquellos que se reían con la broma posiblemente se atragantarían si supieran que Islandia estaba negociando en esos días un préstamo de la cada vez más poderosa Federación Rusa: «No hemos recibido el tipo de apoyo que hemos solicitado de nuestros amigos», explicaba el Primer Ministro, «así que en una situación como esta tenemos que buscar nuevos amigos».[175] Poco después el FMI intervino.

El origen de la crisis de Islandia se encuentra en lo que hasta no hace mucho era su mayor fuente de orgullo: su sector bancario. Incluso hoy, las opiniones acerca de lo que pasó son contradictorias. Algunos apuntan a que se trataba de un sistema bancario pobremente desarrollado hasta fechas recientes y por lo tanto más proclive a cometer errores de principiante; otros señalan que el espíritu vikingo les impulsó a una expansión demasiado agresiva. Una tercera teoría alude al hecho de que, como manifestación de nacionalismo, no se permitió la compra por parte de inversores extranjeros al tiempo de privatizar los activos del gobierno. En un pequeño país esto supuso que los bancos fuesen asumidos por personas sin experiencia en el sector, muchas veces políticos y sus colaboradores.[176] En cualquier caso era evidente que el país era demasiado pequeño para tener un sector bancario tan activo e internacionalizado en un sistema basado en bancos centrales como prestamistas de último recurso.

De hecho, las reducidas dimensiones del país son la razón de la expansión del sector bancario fuera de sus fronteras. El mercado doméstico no era suficientemente grande. El crecimiento maligno en el que estaban inmersos se basaba en tomar prestado en grandes cantidades, tomando en consideración el tamaño del país, como se ha visto en pocas ocasiones en la historia. A mediados de 2008 los tres bancos, Glitnir, Landsbanki y Kaupthing, computaban por ¾ del mercado bursátil, y sus activos, incluyendo créditos, eran iguales a 10 el PIB del país. Kaupthing multiplicó sus activos por 30 de 2000 a 2008. De acuerdo a una broma que circulaba en los círculos financieros, Islandia era un fondo de inversión de alto riesgo disfrazado de Estado soberano.

El Banco Central de Islandia mantuvo los tipos de interés mucho más altos que en cualquier otro lugar en respuesta a una economía sobrecalentada y a la alta tasa de inflación. Esto posibilitó que los bancos atrajesen divisas al ofrecer generosos intereses, hasta un 7% en depósitos a un año. Los tipos de interés elevados permitieron mantener un tipo de cambio para la corona favorable, lo que hizo que los islandeses importasen bienes exclusivos de otros países. Para poder

permitirse estos bienes de lujo y la compra de sus hogares, tomaron dinero prestado en otras divisas, como francos suizos o yenes japoneses, y no tener que soportar así el alto interés predominante en la isla. Este era un movimiento muy arriesgado. Si la corona caía les sería muy difícil poder devolver sus préstamos en otras monedas. Pero estaban siguiendo el ejemplo de los bancos y empresas, que compraban compañías en el extranjero, pedían préstamos empleándolas como aval y compraban más empresas. El 15 de septiembre de 2008, los gestores de Glitnir se dieron cuenta de que su dependencia de crédito podría acabar en desastre. El banco había financiado su expansión con préstamos de bancos europeos por valor de 600 millones de euros (850 millones de dólares) que vencían al mes siguiente. Lehman Brothers acababa de quebrar y la temperatura de las finanzas mundiales estaba a varios grados bajo cero. ¿De dónde demonios iba a sacar Glitnir 600 millones de euros? Pocos tenían valor de prestar, incluso a las entidades más solventes, y, a diferencia de sus iguales en la isla, Glitnir no contaba con reservas de divisas que emplear. Muchos otros bancos en muchos otros lugares tenían el mismo problema. Si Glitnir hubiese sido un banco norteamericano o alemán, el banco central les hubiese prestado el dinero, los ahorradores se sentirían seguros y toda esta historia ya estaría olvidada. A mayor abundamiento, los créditos de los bancos islandeses no estaban expuestos a las hipotecas norteamericanas, eran créditos de calidad y con ratios adecuados, eran muy buenos comparados con otros bancos.

Pero Glitnir y los otros dos bancos no estaban residenciados en otro lugar. Tenían su sede en un país cuya población no llegaba a 320.000, un diminuto banco central y unas aún más pequeñas reservas de moneda. No había modo alguno de que Islandia por sí sola mantuviese a flote Glitnir por mucho tiempo. Pero, cuando pidieron ayuda a otros países, estos se negaron ya que percibieron que Islandia no estaba siendo honesta y reflejando fielmente lo precario de su situación. El 28 de septiembre el gobierno anunció una oferta para hacerse con el 75% de Glitnir. Esto hizo que las acciones del banco se desplomasen y llevó a una restricción del crédito tanto para el banco como para Islandia como país. Provocó también que los ahorradores británicos comenzasen a retirar sus depósitos de Landsbanki, que se había establecido con gran éxito en Reino Unido bajo la marca Icesave. El gobierno de Islandia así como su Banco Central trataron de conseguir liquidez de cualquier modo, llegando a solicitar créditos a los bancos centrales de otros países en los que sus bancos operaban, pero sin aval.

Los islandeses se habían quedado sin alternativas. El 6 de octubre el Primer Ministro Geir Haarde solicitó formalmente la ampliación de sus poderes para poder afrontar la crisis bancaria, y concluyó su discurso con las palabras «Gud blessi Island» —que Dios socorra a Islandia—. Al día siguiente, el gobierno usó sus nuevos poderes para nacionalizar Landsbanki. Se comprometió a garantizar los

depósitos de los islandeses mientras que los ahorradores extranjeros recibirían una compensación, si era posible, de hasta 20.000 euros (27.000 dólares), en línea con los acuerdos de garantía vigentes en Europa. Pero dejó caer que posiblemente no habría dinero suficiente para hacer frente a las compensaciones, al menos no de momento.

El banco más grande de Islandia, el Kaupthing, parecía gozar de mejor salud. No había sufrido la retirada masiva de depósitos y parecía capaz de conseguir la financiación que necesitaba. Durante la noche del martes, sus gestores trabajaron en una propuesta para salvar el sector bancario islandés consistente en hacerse con Glitnir y liquidar los activos en el exterior. El miércoles por la mañana, mientras los banqueros trabajaban en los principales detalles de su propuesta, se vieron sorprendidos por las noticias que arrojaban sus televisores. Lo que vieron los dejó en estado de *shock*. El gobierno británico, cuya aquiescencia era la piedra angular de cualquier posible solución, había decidido sin previo aviso tomar el control de la filial británica de Kaupthing debido a la preocupación acerca de su viabilidad y ante la duda de que Islandia compensaría a los ahorradores británicos. Destruyendo así cualquier atisbo de confianza, esta iniciativa tan drástica acabó con Kaupthing y con el plan de rescate del sector bancario. El gobierno islandés se vio obligado a la mañana siguiente a nacionalizar Kaupthing, como habría de hacer más tarde con Glitnir.[177]

El gobierno británico congeló asimismo los activos de Landsbanki en Reino Unido. El método que empleó sienta un precedente mundial del uso abusivo de las leyes. Aplicaron una legislación terrorista que había entrado en vigor en 2001 y que permitía congelar los activos de extranjeros que tuvieran la intención de perjudicar al Reino Unido o su economía. Los islandeses, un país que suele estar siempre en lo más alto de los *rankings* internacionales de libertad, democracia o lucha contra la corrupción, podían ahora visitar la web del gobierno de Su Majestad y verse agrupados junto a terroristas y Al Qaeda, los talibán, Corea del Norte, Irán…[178] Y por si todo esto no fuera suficiente, el Primer Ministro británico, Gordon Brown, declaró de manera incomprensible que el gobierno británico congelaría cualquier activo islandés al que tuviera acceso en demanda de la compensación islandesa a los ahorradores británicos, de tal manera que sería una carga en la deuda per cápita no muy diferente de la impuesta a Alemania en Versalles.

Incluso si el plan del gobierno británico fuera erradicar la confianza del mercado global en Islandia, parece difícil pensar un plan para conseguirlo de una forma más efectiva. En un mundo sacudido por la crisis, una nación terrorista sumergida por la crisis con un *rating* de crédito en el subsuelo no parece que vaya a inspirar mucha confianza. El resto del mundo se apresuró a cortar cualquier vínculo económico con Islandia. Muchos bancos se negaron incluso ha realizar transferencias con Islandia como destino y parecía imposible hacerse con cualquier

divisa.[179] «Kaupthing era la última, la mayor esperanza del sistema bancario islandés, y ha sido ajusticiado aquí y ahora», explicaba el periodista islandés Andres Magnusson. «Esta era realmente la última bala. Muchos islandeses se preguntan: “Perdone, ¿quién es de verdad el terrorista?”».[180]

En un solo día, la corona islandesa perdió el 27% de su valor frente al euro. El mercado bursátil permaneció cerrado durante tres días. Cuando abrió había caído un 77%, lo que reflejaba el peso de los bancos en el volumen total. Se introdujeron controles de capital, lo que se tradujo en que no se podía introducir capital extranjero en el país. Las empresas no pudieron renovar sus créditos, lo que hizo virtualmente imposible importar comida, lo que a su vez supone un desastre especialmente en un país frío y escarpado sin una industria agropecuaria propia. A finales de mes el Banco Central elevó el tipo de interés del sistema de préstamo interbancario del 12 al 18% para amortiguar la caída de la corona. Compañías solventes se vieron hechas pedazos y el desempleo se disparó.

Una joven pareja islandesa acaba de firmar un crédito en una divisa extranjera para comprar una casa. Tras el colapso, sus mensualidades expresadas en coronas no solo no caían, sino que casi se habían doblado. Al tiempo, el hundimiento del mercado inmobiliario hacía que el valor de su vivienda se hubiese desplomado. En el transcurso de unos pocos días el precio de las frutas y vegetales había aumentado un 50%. En este punto el marido ya había sido despedido.

Allí arriba, en el Atlántico Norte, durante más de mil años los islandeses han luchado para mantenerse en pie tras erupciones volcánicas y terremotos. Pero las placas tectónicas financieras también pueden colisionar.

V.
LOCURA EN TODAS DIRECCIONES

La intervención sinsentido de las autoridades (…) podría agravar una crisis existente.

Karl Marx en su correspondencia a Friedrich Engels

«Si no hacemos esto», decía el calvo y barbado Presidente de la Fed Ben Bernanke mientras posaba sus normalmente amables ojos en los líderes del Senado y del Congreso, «podríamos no tener economía el lunes». Un silencio mortal se extendió por la sala de reuniones de la Presidenta del Congreso Nancy Pelosi. Los que estaban allí dicen que se hubiera podido escuchar la caída de un alfiler.

Bernanke y el Secretario del Tesoro Paulson habían acordado apresuradamente la celebración de esta reunión de emergencia en la tarde del jueves 18 de septiembre, tres días después de la caída de Lehman Brothers. El pánico reinaba en los mercados. Sin la posibilidad de conseguir dinero, las empresas se asfixiaban, lo que dejaba a la gente sin trabajo, hacía desaparecer el consumo y sacudía el conjunto de la economía. La economía estaba a punto de sufrir un paro cardiaco, siendo esta la metáfora más elegante. Tanto la administración como la Fed habían improvisado un tratamiento de *electro-shock* para hacer que la economía recobrase el pulso, pero en vano. Bernanke y Paulson pensaban ahora que era necesario un enfoque más general.

El programa de medidas que propusieron al Congreso, y cuyos líderes rápidamente confirmaron, era una especie de desfibrilador cargado con la máxima potencia. Pretendían que el gobierno garantizase los fondos del mercado monetario, que prohibiese la venta de acciones de las que no se era titular (*shorties*), y sobre todo querían 700 millardos de dólares. El rescate más voluminoso de la historia permitiría a la Secretaría del Tesoro comprar las hipotecas malas de los bancos, y por consiguiente conseguir que el mercado recuperase la confianza en ellos, haciendo así que el dinero volviese a circular. La pregunta de difícil respuesta era cuánto debía el gobierno pagar por las hipotecas. Si los bancos quisieran vender al precio de mercado podrían hacerlo en cualquier momento. En otras palabras, el rescate implicaba que los bancos recibirían más dinero por las hipotecas que si las vendiesen en el mercado. Los opositores concluyeron que esto era lo mismo que pedir a los contribuyentes que dieran dinero a los bancos que les habían perjudicado, porque les habían perjudicado: «Dinero por basura».

La gran ilusión

Paulson y Bernanke se habían asegurado el apoyo para su propuesta un día antes en una reunión en la Sala Roosevelt, una sala de reuniones clásica del Ala Oeste de la Casa Blanca, sin ventanas pero que recibía una falsa luz del día de una falsa claraboya del techo. Esta reunión, en palabras de uno de los presentes, «tenía aterrorizados a todos». El Secretario del Tesoro y el Presidente de la Fed le habían dado cuenta al Presidente Bush del pánico de los mercados, explicándole que, si no sancionaba el mayor rescate de la historia, los Estados Unidos se verían golpeados por una crisis mayor que la Gran Depresión. El Presidente se había quedado sin palabras por un momento. Después había pasado a la acción.[181]

La simple alusión a la Gran Depresión afecta así a los norteamericanos incluso a los que son tan jóvenes que sus padres no la sufrieron. Es un trauma nacional, y las fotos y las historias de la gente haciendo cola en los comedores de caridad o los pocos trabajos disponibles son recuerdos regulares. Son testimonios del hecho de que un país próspero puede sin causa aparente y en muy poco tiempo acabar en la depresión y la desesperanza. El tormento se extendió a lo largo de una década, el desempleo alcanzó casi el 25%, y el mercado bursátil perdió casi el 90% de su valor. «No conmigo», repite cada presidente de la Fed, preparado para bombear sumas de dinero sin fin ante la mínima referencia a la Gran Depresión; «tampoco conmigo», se hace eco cada presidente, sancionando cualquier paquete de medidas imaginable para evitar pasar a la historia marcado por esa lacra.

La Gran Depresión sería mencionada numerosas veces en los primeros compases de la crisis, por los políticos, los hombres de negocios y los periodistas. Tras atemorizar al presidente, Paulson mantuvo una reunión con los miembros del Partido Republicano del Congreso, en la que les explicó que las cosas serían «mucho peores que en la Gran Depresión de los años 30» si no votaban por su plan.[182] Los investigadores de audiencias han descubierto que, en los primeros cuatro meses de 2008, en las tres principales cadenas de televisión, ABC, CBS y NBC, se empleó la referencia a la Gran Depresión no menos de 40 veces.[183]

La Gran Depresión se citaba para alarmar a los espectadores y los lectores, para facilitarles una referencia histórica comparable de lo que estaba pasando, para asustar a la gente e impulsarles a actuar, y por encima de todo para explicar por qué el gobierno no podía permanecer pasivo y debía forzar a los mercados a deshacerse de las inversiones fallidas. A causa sobre todo de la creencia extendida de que el Presidente republicano Herbert Hoover, que era un defensor a ultranza del *laissez faire*, había permanecido inactivo tras el *crash* del mercado de 1929 y había dejado que la economía se colapsase esperando que el libre mercado solucionase los problemas. Otro error muy extendido es que la salvación se produjo porque su sucesor demócrata Franklin D. Roosevelt trató de poner en práctica una política de mayor intervención gubernamental. Estas concepciones

erróneas sobre la historia se combinan para justificar que en tiempos de crisis el gobierno siempre deba hacer mucho antes que poco. O, dicho de otro modo, nuestra aproximación a la crisis actual se ha basado en una falacia de la historia. Se fundamenta en una idea incorrecta sobre las políticas de Hoover y el impacto de las de Roosevelt.

Hubo de hecho una depresión de entreguerras en los Estados Unidos que se resolvió con una intervención gubernamental mínima allá por 1921. El recién elegido Presidente republicano, Warren Harding, acababa de tomar posesión de una economía que había caído un 3% (PIB) y en la que el desempleo estaba disparándose. Harding, pese a ser un adalid del proteccionismo, se mantenía fiel a los viejos principios americanos del libre mercado y el gobierno limitado. Su respuesta a la crisis consistió en bajar los impuestos, recortar el gasto federal durante dos años y se abstuvo de impedir la caída de los salarios o de que las compañías se enfrentasen unas a otras. Como resultado, las malas compañías se vieron afectadas mientras que las más competitivas fueron capaces de atraer más capital y trabajo barato. Todo esto condujo a una recuperación extraordinariamente rápida. Incluso ya en 1922 la economía crecía al 6% y el número de desempleados caía de 4,9 millones a 2,8 millones. La pequeña depresión se había subsanado en un año, y pocos la recuerdan hoy.[184]

Herbert Hoover ya apareció en estos días como un crítico. Fue uno de los primeros en adoptar las tesis de la «ingeniería social», convencido de que todos los problemas humanos tenían una solución política y tecnológica.[185] La corriente sociológica del Partido Republicano logró colocar a Hoover como Secretario de Comercio en la Administración Harding, y como tal, propuso en vano mayor coordinación de la política económica del gobierno. Desempeñó la misma función con el Presidente Calvin Coolidge, que apreciaba menos su labor: «Ese hombre me ha dado consejos que no he solicitado durante seis años, y todos eran malos».[186]

Como presidente, sin embargo, Hoover tendría la oportunidad de poner en práctica sus tesis intervencionistas. Muy poco después del *crack* de 1929, lanzó el programa de medidas más ambicioso como respuesta a una recesión en la historia de los Estados Unidos. Junto a la mayoría republicana que controlaba el Congreso, impulsó inmediatamente la imposición de la tasa Smoot-Hawley, que suponía la tasa arancelaria más alta de todos los tiempos. El resto del mundo protestó airadamente y pronto aumentaron sus propios aranceles aduaneros, lo que supuso no solo importar a Estados Unidos, sino que también las exportaciones quedaron fuera de juego. El comercio internacional se hundió y la depresión se extendió a todo el mundo. De hecho, el mercado se hundió a finales de octubre de 1929, lo que generalmente se afirma fue el comienzo de la crisis, pero ocurrió antes y fue cuando la coalición en el Congreso fue capaz de desbloquear el aumento de los aranceles.[187]

Hoover aumentó también el gasto gubernamental, lanzó programas públicos de trabajo a una escala sin precedente y comenzó a subvencionar el sector agrario que el había derruido al imponer una economía de guerra. Dado que él consideraba que lo más importante era evitar la caída del consumo, estaba dispuesto a hacer lo que hiciese falta para evitar la reducción de los salarios, cosa que habían hecho hasta entonces en tiempo de crisis. «El trabajo es alegría», decía un testigo de aquellos días acerca de cómo la Federación Americana del Trabajo reaccionó al conocer los planes de Hoover, de los que se decían ser «una solución para el desempleo que al menos en su filosofía y fundamento es igual que el trabajo».[188] Lo que es más, Hoover incluso aumentó los impuestos tan pronto como se atisbó la mejoría.

Los informes despachados por un joven diplomático sueco en 1930 presentan un retrato de Hoover no del todo congruente con la imagen comúnmente extendida hoy de que suscribía una versión extrema de la ideología del *laissez faire*. Antes bien, enfatiza que «debe reconocerse que [Hoover] no ha permanecido quieto, sino que ha entrado en acción para atajar los grandes problemas», y esto quiere decir que «se han puesto posiblemente los cimientos para un trabajo constructivo en el futuro». El economista más célebre del momento, Gustav Cassel, no era igual de optimista. En diciembre de 1929 escribía que los proyectos públicos de Hoover e intentos de mantener los salarios en los mismos niveles estaban basados en una fe exagerada en el gobierno y que podrían empeorar la crisis:

Siguiendo el enérgico liderazgo del Presidente Hoover parece que el gobierno desea intervenir con rapidez y ampliamente a fin de prevenir la depresión económica… Se extienden, por esta razón, motivos reales de preocupación en todo el mundo de que la intervención gubernamental tenga como propósito real destruir el ahorro americano a través de una inversión económica en América. La intervención del gobierno es evidentemente perjudicial en este caso. Sería extraordinariamente más eficaz dejar a las empresas a su libre albedrío.[189]

El único ámbito en el que se puede hablar de pasividad del gobierno bajo la Presidencia de Hoover es en su reacción ante el hundimiento generalizado de los bancos y la contracción de la oferta de dinero. Incluso en este caso, se trató más de políticas fallidas que de un fracaso del mercado, como demuestran Milton Friedman y Anna Schwartz en su obra clásica *A Monetary History of the United States*. A la recientemente creada Reserva Federal se le había confiado la tarea de garantizar la liquidez, lo que implicaba que los bancos no tendrían que preocuparse de la solvencia de los bancos y los propios bancos ya no tendrían que articular resortes como los que habían empleado anteriormente para acabar con los retiradas masivas de depósitos, como las restricciones del derecho de retirada de fondos durante la crisis de 1907. Pero cuando la Reserva de Nueva York comenzó a

inyectar capital tras el *crash* la operación fue bloqueada por la Junta de la Reserva Federal en Washington, no porque la considerasen inadecuada, sino porque buscaban hacerse con el control de la oficina de Nueva York, que había dirigido el sistema de la Reserva Federal bajo el mando del convenientemente apellidado Benjamin Strong.[190] Este había muerto en 1928, y la Junta Central en Washington pensó que sería una buena oportunidad para asumir el control. La Reserva de Nueva York había tratado en numerosas ocasiones que Washington actuara, a lo que se había negado. En cambio, la Fed acumuló ingentes reservas en medio de una severa crisis y hacia el otoño de 1930 incluso aumentó los tipos de interés. De este modo, la Reserva Federal logró hacerse con el control de la política monetaria pero a costa de reducir la oferta de dinero alrededor de un tercio entre 1929 y 1933, un colapso monetario sin precedentes. Los muchos efectos negativos subsiguientes de la deflación incluyeron que las deudas se hicieron más costosas y los aranceles incluso más elevados; estaban establecidos en función del peso.[191]

La causa de que alrededor de 10.000 bancos en los Estados Unidos se hundiesen durante la Gran Depresión fue la sobre-concentración. Esto había sido el resultado de la legislación que prohibía a los bancos operar fuera de los Estados en los que tenían su sede. Lo que les hizo ser absolutamente dependientes de los negocios locales. Si un reducido número de clientes decidían retirar sus ahorros o un pequeño grupo de deudores tenía problemas, el banco podría verse abocado a la insolvencia. Al norte de la frontera, allí donde la crisis podría haber tenido un efecto aún más devastador, el sistema era diferente. Los bancos canadienses podían extender sus delegaciones comerciales más allá de las fronteras provinciales, pudiendo de este modo diversificar sus riesgos y auxiliar a las oficinas comerciales en dificultades. Ni un solo banco sufrió la bancarrota durante la Gran Depresión. Y el país no dispuso de un banco central hasta 1935.[192]

Lo que determinó la severidad de la Gran Depresión fue la insistencia del Presidente Hoover en mantener los salarios altos al mismo tiempo que la oferta de dinero y los precios estaban cayendo. Esta combinación condujo a fuertes alzas en los salarios reales, de más de un 10% en la industria en los dos años posteriores al *crash* del mercado bursátil en lugar de haberse visto reducidos siguiendo las pautas de las crisis anteriores. En consecuencia, ahora las empresas tenían que pagar más por el factor trabajo en un momento en el que no podían conseguir más dinero y en el que se topaban con grandes dificultades para vender sus bienes tanto en el interior de EE.UU. como fuera. Hoover se preciaba durante la campaña electoral de 1932 de que en mitad de la crisis más severa nunca sufrida los salarios en los Estados Unidos eran los más altos del mundo.[193] Solo que se olvidaba mencionar que el resultado de esta política fue que la tasa de desempleo alcanzó el 25%.

Hoover se sentía orgulloso de su experimento intervencionista. Había afirmado: «Ningún Presidente antes había considerado que existía una

responsabilidad gubernamental en un supuesto como este (…) En consecuencia, hemos sido los pioneros». Ya desde el comienzo el objetivo era que «el gobierno federal emplease todas sus facultades», lo que Hoover consideraba un «proyecto como nunca antes en la historia de las crisis en ningún otro país o momento».[194] Aunque, nuevamente, ningún presidente había creado una depresión económica tan larga y profunda como él mismo.

Aquellos que creen que Hoover era un defensor del *laissez faire* a menudo lo hacen con base en el hecho de que su Secretario del Tesoro, Andrew Mellon, estaba en contra de los rescates gubernamentales y recomendaba el empleo de medidas más «amargas»: «Liquidar trabajadores, liquidar acciones, liquidar a los granjeros, liquidar el mercado inmobiliario». Lo que se ignora es que Mellon se opuso a las políticas de Hoover que había declarado: «Estamos determinados a no seguir el consejo de los amargos liquidacionistas».[195]

Este retrato del Presidente Hoover no es fruto del trabajo reciente de los historiadores. Así fue percibido por sus contemporáneos. Durante la campaña electoral de 1932, su contrincante, Franklin D. Roosevelt, le acusó de derrochador, de subir los impuestos, de proteccionista; Roosevelt prometía lo contrario, restaurar el libre mercado, la desregulación, alcanzar el equilibrio presupuestario y recortar el gasto federal en un cuarto. Su candidato a vicepresidente llegó incluso más lejos, afirmando que «el liderazgo de Hoover está llevando al país por la senda del socialismo».[196] Defensores del libre mercado como Ayn Rand, H.L. Mencken o Isabel Paterson votaron por Roosevelt, a causa en gran parte de su poco aprecio por Hoover, que había defendido en su campaña mayores restricciones en el comercio y la inmigración.

El primer equipo de Roosevelt incluyó a personas como Lewis Douglas, su Director de la Oficina Presupuestaria, que afirmaba que la Depresión no era consecuencia del libre mercado, sino de las acciones del gobierno durante los años 20, que lo habían socavado; los tipos de interés reducidos, los aranceles y las subvenciones, que habían inflado los precios.[197] Pero Douglas dimitió tan pronto como Roosevelt explicó que existían dos presupuestos federales: el ordinario, que se había comprometido a equilibrar, y el de emergencia, que era necesario aumentar, incrementando el déficit, para financiar todos los proyectos que era necesario desarrollar. De hecho, Roosevelt no tenía un plan específico para el día después de las elecciones y estaba abierto a escuchar propuestas y a experimentar. Dentro del Partido Demócrata comenzaron a aparecer propuestas colindantes con el socialismo para manejar la crisis. Y aún cuando Roosevelt redujo los aranceles y acabó con la Ley Seca —no hay que subestimar la importancia que esto tuvo en restaurar la esperanza de los americanos en el futuro— se apoyó en las políticas de sus predecesores de control gubernamental y programas de trabajo. Y, con el paso del tiempo, poco a poco, Roosevelt le fue sustrayendo ideas y propuestas a Hoover

para presentarlas como nuevas y parte de su *New Deal*. Uno de los artífices de los nuevos programas políticos de Roosevelt, Rexford Guy Tugwell, confesaría años después: «No lo admitimos entonces, pero prácticamente todo el *New Deal* estaba sacado de programas que Hoover había iniciado».[198]

Sin embargo, el Presidente Roosevelt fue incluso más allá con sus regulaciones, subvenciones, programas de agricultura y proyectos de infraestructura a una escala sin precedentes. El hombre que se había quejado durante la campaña de 1932 de que el «gobierno, tanto federal como estatal y local, costaba demasiado»[199] triplicó los gastos del gobierno federal incluso ya antes de empezar la guerra. En lugar de alentar la libre competencia, trató de crear monopolios y las empresas contribuyeron felizmente. Las empresas determinarían al tiempo precios y salarios; e incluso existió durante un tiempo una prohibición de vender determinados bienes por debajo de un cierto precio. También concedió a los sindicatos un papel importante, así como creó el sistema de Seguridad Social.[200] Algunas de sus iniciativas redujeron considerablemente el sufrimiento de la gente durante la crisis. Empleó a millones de parados en el gobierno federal, y las pensiones federales y seguros de desempleo debieron proporcionar una creciente sensación de seguridad en una situación en la que no había otra cosa en la que confiar, incluso aun cuando los costes asociados hicieron que el contratar fuese más caro para las empresas, Otro de los proyectos, en contraste, causaron un daño inmediato. Uno de los ejemplos fue la idea de aumentar el precio de la comida para apoyar a los granjeros. Para lograrlo el gobierno arruinó extraordinarias cantidades de parcelas agrícolas, cosechas y carne; y todo acabó en una mayor hambruna y aún más desempleo entre los trabajadores del campo.

A pesar del fuerte entusiasmo suscitado por el Presidente Roosevelt como persona y como líder, el *New Deal* fue una gran decepción. En particular, su política monetaria expansiva, lo único realmente diferente a las propuestas de Hoover, dio lugar a altas tasas de crecimiento en 1934, 1935 y 1936, pero aun cuando el desempleo cayó a su nivel más bajo, en 1937 todavía era de un 14%, más de cuatro veces el nivel de 1929. Para una economía aún con mucha capacidad sin emplear, era una recuperación sorprendentemente lenta. A mayor abundamiento, el reforzamiento de la política monetaria y el aumento de los impuestos del año anterior habían conducido a «una depresión dentro de la Depresión», empujando el desempleo al 19%. Los economistas de la UCLA Harold Cole y Lee Ohanian estimaron que el *New Deal* había provocado que tanto los salarios como los precios fuesen alrededor de un cuarto más elevados de lo que serían en circunstancias normales, es decir, que las compañías apenas podrían afrontar el contratar. Cole y Ohanian sostenían que esta política había prolongado la Gran Depresión al menos siete años.[201]

El común denominador de esta multitud de programas y proyectos era que

todos contribuían a convertir los Estados Unidos en un laboratorio experimental gigantesco en el que todos los proyectos políticos tanto concebibles como inconcebibles era puestos en marcha, reafirmados, cancelados y modificados en sentido contrario. En un momento se les concedía a las grandes empresas el control de la economía, al minuto siguiente se las perseguía. Un día recortar era el objetivo, al día siguiente el ahorro. Muchos intelectuales admiraban este espíritu febril de experimentar y la voluntad para probar ideas poco convencionales a gran escala sin realmente saber a dónde estarían conduciendo al país. Para el mundo empresarial, en cambio, todo esto hacía que fuese casi imposible sentir que estaban sobre tierra firme, y que existían un horizonte cierto que les permitiese comenzar a planear, invertir y volver al trabajo con el ánimo de sacar al país de la Depresión. El historiador de la Economía Robert Higgs ha denominado la situación como un «régimen de la incertidumbre».[202] A mitad de los años 30, la inversión del sector privado era tan solo de un tercio de lo que había sido en la década anterior. La inversión neta, la inversión total menos el consumo de bienes, cayó anualmente de 1930 a 1935, y tardó 12 años en situarse en los niveles de 1929.[203]

A causa de la marea constante de legislación regulatoria, el progresivo aumento en la agresividad del discurso anti-capitalista y los ataques a la independencia de los jueces, las empresas no podían prever lo que depararía el futuro. Las empresas de comunicación y de infraestructuras solo podrían invertir grandes cantidades, decía James Farley, que era miembro tanto del gobierno como Presidente del Partido Demócrata, «si sabían a dónde se dirigían». El gigante de la inversión Lammot du Pont era de la opinión de que bajo la Presidencia de Roosevelt todo lo que era sólido se había convertido en aire:

La incertidumbre gobierna en el ámbito tributario, en el mercado de trabajo, en la política monetaria, y prácticamente en cada ámbito legal en el que opera una empresa. ¿Van a subir los impuestos, bajar o seguir igual? No sabemos. ¿Es el trabajo asunto federal o no? (…) ¿Estamos sufriendo inflación o deflación? (…) ¿Se van a imponer restricciones al capital o nuevos límites a los beneficios? (...) Es prácticamente imposible siquiera adivinar las respuestas.[204]

Incluso el economista británico John Maynard Keynes, que era un entusiasta del *New Deal* y que lo había inspirado parcialmente, escribió una carta al Presidente Roosevelt haciéndose eco de las críticas que afirmaba estaban atemorizando a las empresas con su impredecible legislación y su retórica agresiva: «Podrías hacer con ellos lo que quisieras si tan solo los tratases, incluso a las más grandes, como animales domésticos por naturaleza y no como lobos o tigres, aunque hayan sido maltratados con anterioridad y no domesticados de forma conveniente».[205]

Una encuesta de opinión llevada a cabo en marzo de 1939 muestra que los americanos también se sentían así: el 54% consideraba que la actitud de Roosevelt

hacia el mundo de la empresa estaba retrasando la recuperación, mientras que solo el 26% pensaba lo contrario. Un estudio en 1940 mostraba cómo casi el 60% de los principales ejecutivos sabía de alguien que dudaba en firmar contratos con la industria armamentística, y la mayoría afirmaba que era a causa de la hostilidad de la Administración hacia las empresas. Si Roosevelt lograba ahuyentar a las empresas para que se alejasen de negocios lucrativos es imposible imaginar que estuviesen dispuestos a realizar inversiones más arriesgadas, a largo plazo. Las preocupaciones de los ejecutivos se acentuaron aún más al año siguiente, cuando alrededor del 40% opinaba que tras la guerra Estados Unidos se convertiría en un régimen semi-socialista, enteramente fascista o una dictadura comunista.[206]

Henry Morgenthau, Secretario de Estado de Roosevelt durante más de una década, sospechó durante todo este tiempo que la enorme expansión gubernamental que estaban liderando no era de mucha utilidad. En mayo de 1939 escribía en su diario:

Hemos intentado gastar dinero. Hemos gastado más de lo que nadie ha gastado antes y no funciona. Yo solo quiero una cosa, y si estoy equivocado estoy dispuesto a dejar mi cargo. Quiero ver prosperar a este país. Quiero que la gente tenga trabajo. Quiero que la gente tenga que comer. Nunca hemos cumplido lo que prometimos. Tras ocho años en el gobierno tenemos tanto desempleo como al comienzo. Y una enorme deuda que pagar.[207]

Un sondeo entre economistas realizado en 1995 muestra cómo más de la mitad cree que el *New Deal* hizo la Depresión más profunda y prolongada.[208] Lo que hizo falta para el comienzo del fin de la Depresión no era el *New Deal*, sino una nueva guerra mundial. Al paralizarse la industria manufacturera en Europa por la II Guerra Mundial, las exportaciones de los Estados Unidos, no siendo la menor el equipamiento militar, a países amigos aumentaron hasta cantidades ridículas. Cuando los Estados Unidos se unieron más tarde a la contienda, los americanos perdieron parte de su poder adquisitivo pero no se notaba demasiado, ya que los bienes habían sido racionados ya por entonces. Y las cifras de desempleados también sufrieron un severo recorte si tenemos cuenta que, habiendo 9,5 millones de parados, se llamaron a filas a 12 millones de jóvenes.

El acelerón de la economía de los Estados Unidos se produjo después de la guerra. Los economistas keynesianos habían predicho que la desmovilización llevaría asociada una caída del gasto gubernamental que conduciría a una depresión. Pero las empresas asumieron el desafío y la producción privada aumentó en casi un 30% en solo un año. Bajo un conjunto de premisas diferentes, como la de que las empresas funcionan mejor cuando operan bajo reglas transparentes y claras, este desarrollo era completamente lógico: La economía de tiempos de guerra estaba ahora caduca, el *New Deal* había pasado a «mejor vida», y el nuevo presidente, Harry Truman, era percibido como más regular y amistoso de

lo que había sido Roosevelt. La incertidumbre era ya cosa del pasado, y las empresas estaban dispuestas a apostar por el futuro.

Vendiendo a corto

Muchos políticos han culpado del *crash* bursátil de 1929 en las inversiones a corto plazo. Herbert Hoover acusó a los inversores de antipatriotismo por vender opciones que pensaban estaban sobrevaloradas para hacerse con las más baratas después. Denunció su intento de «hacerse con beneficios a costa de las pérdidas de otros». El Mercado de Valores de Nueva York estaba regulado por el Estado de Nueva York, lo que hacía que fuese inconstitucional para Hoover el tratar de intervenir en su condición de presidente, pero hizo valer su influencia presionando a los gestores del Mercado para que redujeran las posibilidades para la venta corta. Las restricciones federales se impusieron más tarde en la década de los 30.[209]

Pronto se puso de manifiesto que las inversiones en venta corta suponían una pequeñísima parte de todo el comercio, tan solo el 0,0015% de las acciones se había intercambiado a corto el 1 de noviembre de 1929. Los que poseían acciones no querían prestarlas, querían venderlas. Si acaso la venta corta ayudaba a estabilizar los precios, ya que aumentaba el volumen de negocio e inyectaba liquidez en el mercado, ayudando a que los que trataban de vender o comprar pudiesen encontrar más fácilmente a quien deseaba hacer lo correspondiente.[210] Pero esto no importaba: «El hombre normal no emplea la lógica en este tipo de asuntos», se leía en el *New York Times* en octubre de 1930. Simplemente trata de encontrar algo peculiar y anormal para «colgarle el muerto».[211] Las operaciones a corto siempre han sido la cabeza de turco preferida cuando los mercados caen, simplemente porque mucha gente comparte la antipatía del Presidente Hoover por los que se lucran con el fracaso de otros. Pero es precisamente la oportunidad de vender a corto lo que da a los inversores la oportunidad de exponer a las empresas que tratan de manipular el mercado o amañar sus cuentas, u otros esqueletos que puedan tener en sus armarios. Si la inversión a corto es algo antipatriótico, también lo es entonces el periodismo de investigación.

La primera de las propuestas impulsadas por Ben Bernanke y Hank Paulson tras la caída de Lehman Brothers era la prohibición de venta corta. Un día después de la reunión con los líderes del Congreso, el 19 de septiembre de 2008, la SEC prohibía a los inversores la venta corta de acciones de 799 empresas cotizadas durante un periodo de tres semanas. La administración había encontrado una cabeza de turco peculiar. Inmediatamente tras esta decisión el mercado repuntó y la cotización levantó el vuelo.

El Reino Unido había adoptado la misma decisión un día antes y otros países siguieron la misma pauta, adoptando prohibiciones que se extendían durante amplios periodos. Otras agencias del gobierno trataron también de atacar

a los especuladores. El Fiscal General de Nueva York, Andrew Cuomo —a quien ya hemos aludido anteriormente en su condición de Secretario de Estado de Vivienda, cuando hizo todo lo que estaba en su mano para que todos los hogares sin apenas solvencias pudiesen acceder a una hipoteca— reclamó una mayor regulación y comenzó una investigación con el fin de averiguar si el «cortoplacismo» había manipulado los precios: «Quiero que los inversores que especulan en el corto plazo sepan que los estoy vigilando».[212]

La prohibición en los Estados Unidos había estado precedida por una presión intensa y constante de los principales bancos, que denunciaban la caída de sus acciones provocadas por la actividad de venta de los especuladores «a corto». Como al coro de quejas se unieron otras compañías, la lista de empresas «intocables» pronto se amplió hasta las 900 en tan solo tres días; de repente Ford, General Motors o General Electric se contaban entre las compañías financieras. Unos pocos días después la presión hizo que se incluyese al gigante informático IBM y a la cadena de farmacias CVS. Pero no todas las compañías estaban deseosas de la protección política, y así por ejemplo cuando Diamond Hill Investment Group comprobó que se encontraba dentro del grupo protegido solicitó ser excluido. Su CEO, Rod Dillon, explicaba cómo la venta corta es necesaria para el correcto funcionamiento del mercado:

Lo que se pierde de vista con frecuencia por muchos, ya sean reguladores o CEO, es que el objetivo del mercado es que el precio de la acción refleje de forma precisa el valor de la compañía. Piensan en cambio que el objetivo es que la cotización de la acción sea lo más alta posible.[213]

Dillon subrayaba un hecho de gran relevancia. Los que venden acciones a corto lo hacen porque poseen, o creen poseer, información de la que otros carecen, y esa información es precisamente lo que los inversores hubieran necesitado durante los días de confusión cuando de repente era imposible hacerse una idea de cuáles eran los riesgos, e hizo que todo el mundo congelase su dinero. El mensaje enviado por el Departamento del Tesoro, la Fed y la SEC a través de la prohibición de la inversión a corto parecía querer decir que había cosas que era mejor que no se supiesen en los mercados. El Dow Jones marcó una subida del 7% en los dos días en los que tardó en adoptarse la prohibición de la decisión, pero era debido en parte a que muchos tuvieron que recomprar a cualquier precio las opciones de venta que acababan de vender. Tras esto el mercado cayó en torno a un 25% en tan solo dos semanas. «Prohibir la venta a corto de acciones», señala *The Economist*, «es bueno para generar titulares pero priva al mercado de liquidez e información, las dos cosas que más han faltado durante esta crisis».[214]

Los errores de los bancos y de otros con frecuencia son expuestos por los especuladores. Al prohibirles hacer lo que hacen se imposibilita un poderoso incentivo para que los actores del mercado consigan más información. El

financiero sueco Mats Qviber pensaba que las autoridades estaban disparando al mensajero: «El problema no reside en la gente que ha vendido "bancos" a corto. Al revés, es justo lo que hacía falta, los bancos se han gestionado de forma pésima».[215] El gestor de fondos de inversión James Chanos, cuyo trabajo condujo a la denuncia de las transacciones amañadas de Enron, cree que en la caza de los tramposos, los que se posicionan a corto son los detectives del mercado, en tanto que los burócratas se interesan tan solo por la arqueología. Tal y como él lo veía, la protección del gobierno beneficiaba a las empresas que habían actuado erróneamente: «Parece que tenemos capitalismo para unos y socialismo para otros».[216] Paul Donovan del banco suizo UBS opinaba de modo similar:

Esto puede definirse como una reacción populista sin valor positivo. Cualquiera que piense que de verdad la causa de esta crisis es el fruto de las acciones de especuladores malvados y manipuladores carece del menor conocimiento e intuición y no debería permitírsele estar ni siquiera cerca de los órganos que regulan el mercado.[217]

La consecuencia inmediata de la actuación del gobierno fue aplastar la clase de instituciones financieras que habían sido menos afectadas por la crisis: los desregulados fondos de inversión. Estos fondos colectivos vendían tanto corto como largo (acciones de las que sí eran propietarios) para conseguir un beneficio considerable con independencia de las fluctuaciones del mercado, lo que se traducía en que aportaban considerable liquidez incluso en los malos momentos. En cambio ahora se proscribía la mitad de su modelo de negocio, y las acciones que anteriormente hubieran tomado prestadas para venderlas debían comprarlas ahora a un precio que podía ser el doble de alto. Esto incrementó las pérdidas que los fondos ya habían comenzado a sufrir; los inversores aceleraron la retirada de depósitos y muchos fondos tuvieron que cerrar. Fue una masacre, tal y como alguien dijo.

Tres meses después, se realizaron estudios sobre la prohibición de la venta corta en los Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Francia e Italia. Con la condición de que el periodo de restricción habría de ser breve, todos concluyeron que los efectos en la conducta de las acciones había sido inapreciable y el riesgo de fuertes caídas no se había conjurado tras la prohibición o comparado con las acciones que no habían sido protegidas. La prohibición había tenido un «efecto mínimo», como recogían los titulares del *Financial Times*. Esto, sin embargo, no quiere decir que la prohibición no hubiese tenido efecto alguno. El volumen negociado en los mercados se había visto reducido y había menos liquidez. La distancia entre la oferta y la demanda se había acrecentado y los mercados se comportaban ahora de forma errática.[218] El propio seguimiento de la SEC de la situación aludía a consecuencias no deseadas, como la reducción de la liquidez en el mercado. A finales de 2008 su Presidente, Christopher Cox, era crítico con la

actuación de la SEC: «Sabiendo lo que sabemos ahora, creo que la comisión no haría las cosas del mismo modo otra vez (…) Los costes parecen superar a los beneficios».[219]

Pero no parece que el Departamento del Tesoro pensase que la prohibición había sido un fracaso, su principal objetivo con su entrada en vigor había sido el construir conciencia de crisis y el mostrarse activo y resolutivo. Como un funcionario admitió en el *New York Times*, el Tesoro no espera resultados prácticos. Fue una acción simbólica «para asustar a todo el mundo» en palabras de este funcionario.[220] Y visto así fue un éxito sin precedentes.

Socialismo para ricos

En su libro *The Shock Doctrine*, la escritora canadiense Naomi Klein denuncia cómo los políticos y los economistas se aprovechan de las crisis para asustar a los votantes y poder así hacerles tragar con liberalizaciones impopulares, recortes de impuestos y privatizaciones. Un examen de Occidente demuestra que no se equivoca y que los políticos explotan las crisis, aunque apelando a la liberalización y la reducción del tamaño del Estado lo que hacen es aumentar el control gubernamental, el gasto público y su propio poder.[221]

La Gran Depresión en 1930 es un buen ejemplo de esto; la semana que siguió a la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008 es otro. El Secretario del Tesoro Paulson no quería solo aumentar la regulación del sector financiero y forzar a los contribuyentes a soportar el mayor paquete de medidas de la historia.[222] Quería aprovecharse de la crisis para concentrar tanto poder como fuese posible en sus manos, en parte a costa de los representantes directamente elegidos por el pueblo de los Estados Unidos a los que tanto él como Bernanke habían aterrorizado en la sala de reuniones de Nancy Pelosi. El borrador de su plan de rescate de 700 millardos de dólares, que se explicaba en no más de tres folios, incluía como consecuencia que el Departamento del Tesoro quedaba emplazado por encima de las leyes y fuera del escrutinio democrático. Las más importantes facultades le eran conferidas de acuerdo a la sección 8 al Secretario del Tesoro de los Estados Unidos:

Las decisiones adoptadas por el Secretario que están amparadas por esta Ley no son revisables y están sujetas a la discreción del propio órgano, no siendo revisables por ningún tribunal o magistrado o cualquier otro órgano administrativo.[223]

Esto no era sino un intento de Hank Paulson por convertirse en un «zar económico». En la práctica le estaba diciendo al Congreso: «Dadme 700 millardos de dólares y haré con ellos lo que quiera». La portada de la revista *Newsweek* presentaba la cabeza de Paulson con su calva bajo el título «Rey Henry». Al mismo tiempo que *The Economist* ofrecía su semblante bajo el titular «Presidente Hank».

Incluso dejando al margen la Sección 8, él era ahora el auténtico poder en Washington DC, el Secretario del Tesoro que le decía al Presidente lo que había que hacer.

Paulson había ocupado anteriormente el cargo de CEO de Goldman Sachs, y cuando *The Economist* se preguntaba por qué habría aceptado un cargo con un salario más bajo y mucha más burocracia explicaba que quizá la razón era que esto le facilitaba la posibilidad de vender su paquete de acciones Goldman valorado en 700 millones de dólares, cosa que no podría hacer en tanto en cuanto permaneciese en el cargo.[224] A primeros de agosto de 2007, tras el estallido de la burbuja y el hundimiento de los fondos de inversión de Bearn Stearns, al tiempo que Jim Cramer advertía del apocalipsis en la CNBC, Paulson le comentaba al Presidente Bush: «Esta es con diferencia la economía global más fuerte que he visto en toda mi carrera». Tan solo un año después pensaba justo lo contrario: «Esta es la situación más grave que deberemos afrontar».[225] Y era su trabajo el ocuparse de ello. Su optimismo mencionado a menudo y confianza sin límite resultaron útiles. En su juventud como jugador de fútbol americano se ganó el apodo «el Martillo». Pero existe también un elemento sobrenatural. Paulson, abstemio, pertenece al cristianismo científico, cree por lo tanto que la enfermedad, la muerte y el mundo material no son reales. Alguien que no cree en el mundo material reclamaba ahora poderes discrecionales sobre gran parte de este. 700 millardos de dólares es casi el 6% del PIB de los Estados Unidos. Hubo quien calculó que, si se toma esta suma en billetes de un dólar y se colocan en fila, completaremos dos tercios de la distancia al sol. Considerando los antecedentes de Paulson en Goldman Sachs y el numeroso grupo de sus colaboradores que provenían de Wall Street, muchos se preguntaron si no existía un conflicto de intereses cuando ahora debía rescatar a su antiguo empleador y al resto del sector financiero, especialmente en el momento en que nadie iba a poder revisar sus decisiones. «Tras leer esta propuesta, solo puedo concluir que no solo nuestra economía corre riesgos, sino también nuestra Constitución», objetaba el Senador demócrata, Christopher Dodd, Presidente de la Comisión Bancaria del Senado cuando Paulson presentó su plan el 23 de septiembre. Tanto los republicanos como los demócratas que formaban esta Comisión de manifestaron de forma unánime en contra y la declararon inaceptable.[226]

Tras el *shock* inicial los miembros del Congreso comenzaron a prestar más atención al alud de llamadas telefónicas, correos electrónicos y cartas que se manifestaban en contra de un plan que favorecía a aquellos que habían hecho caer al país en la crisis en primer lugar. Y 2008 era año de elecciones. Los republicanos anti-gobierno y los demócratas anti-empresa comenzaron a discutir sobre el rescate y el modo de hacer que pagase la gente normal en favor de las empresas. ¿Por qué los contribuyentes deberían hacerse cargo de los salarios estratosféricos de los

ejecutivos de Wall Street? Numerosas encuestas realizadas en este momento mostraban un fuerte escepticismo hacia la intervención del gobierno. Una encuesta de Rasmussen mostraba que solo el 7% de los ciudadanos deseaba que el gobierno rescatase a las instituciones financieras en problemas, y un sondeo de Fox News/Opinion Dynamics indicaba que la mayoría de la población, con independencia de su preferencia política, estaban en contra del rescate, y que el 76% de los votantes, incluyendo un 66% de demócratas, pensaba que la crisis financiera era una buena oportunidad para reducir el tamaño del gobierno y rebajar los impuestos.[227]

El economista Nouriel Roubini, que había predicho los problemas años antes al tratar de identificar a los países en vías de desarrollo que serían golpeados por la crisis a continuación, estaba más indignado que la mayoría. Describió el rescate como una desgracia, un atraco total, como «socialismo para ricos, los que tienen buenas conexiones y Wall Street», y que a un extraordinario coste sería de muy poca ayuda para el sistema financiero. Como muchos otros economistas, Roubini hubiera preferido una solución más en la línea de lo adoptado por Suecia o Finlandia para sus crisis bancarias: el gobierno facilitaba capital a los bancos pero solo a cambio de acciones preferentes que recibirían todos los dividendos, de tal modo que los accionistas previos no se beneficiarían del rescate.[228] Las inyecciones de capital podrían ser más baratas, ya que 70 millardos de dólares de capital permitían a los bancos prestar hasta 700 millardos de dólares.

En una carta dirigida al Congreso, más de 100 economistas de diferentes filiaciones políticas criticaban el plan de Paulson con base en diferentes argumentos. Lo consideraban injusto, ya que, en la práctica, era un modo de favorecer a ciertas instituciones financieras a costa de los contribuyentes; creían que era posible salvar al sistema financiero sin salvar a inversores individuales. A mayor abundamiento, pensaban que la descripción del procedimiento de adquisición era escandalosamente opaco y carecía de mecanismos de seguimiento y revisión. Y, sobre todo, advertían contra drásticas transformaciones del sistema financiero con base en razones coyunturales. Esta misiva se ha descrito como el signo de «un emergente consenso entre los economistas académicos».[229] Al tiempo, muchos otros economistas, entre los que se encuentran ciertos defensores relevantes del libre mercado como *The Economist* o Martin Wolf, del *Financial Times*, describían el plan de Paulson como malo pero mejor que nada; casi parece que se habían inspirado en el silogismo político extraído de la serie británica *Yes, Prime Minister*: «Algo debe hacerse. Esto es algo, luego debe hacerse».

El voluntarioso Paulson hizo todo lo que pudo para conseguir sus 700 millardos de dólares, en una reunión en la Casa Blanca, llegó a, medio en broma, ponerse de rodillas juntando sus manos para suplicar a Nancy Pelosi, la Speaker del Congreso, que apoyase la medida aun cuando los republicanos comenzasen a

dudar. El 24 de septiembre, ambos candidatos presidenciales, Barack Obama y John McCain, prestaron de forma conjunta su apoyo a un amplio rescate, y el Presidente Bush trató de sonsacar el sí del Congreso en un discurso televisado que parecía diseñado para aumentar la preocupación. En lugar de intentar calmar a la audiencia, el Presidente habló de desastre inminente: los principales asesores económicos del gobierno advierten que, sin la inmediata actuación del Congreso, América podría acabar en el pánico financiero. No solo no aseguró a los oyentes que la situación estaba bajo control, sino que en cambio afirmó que «nuestra economía está en peligro».[230] Se les puede perdonar a los inversores el que tuviesen la impresión de que Bush había perdido el control y que era tiempo de acumular dinero. «Si los mercados se guían por los estados de ánimo posiblemente lo que hicieron esa semana fue lo más irresponsable en la historia de los Estados Unidos», comentaba Matt Kibbe, de la organización FreedomWorks.[231] *The Economist* explicaba cómo esta insólita retórica de pánico podría volverse en contra: «Los políticos deberían pensárselo dos veces antes de extender el miedo. Ese es el trabajo de los medios».[232]

Es probable que los actores principales exagerasen la amenaza de desastre para poder impulsar sus propuestas más fácilmente, pero a la larga extendió el pánico por los mercados. Estamos acostumbrados a que los políticos mantengan las formas, que nos digan que no hay nada que temer, así que, cuando uno de ellos afirma que el pánico se acerca, él o ella difícilmente va a inspirar confianza. En cambio, Ben Bernanke, el gran experto en la Gran Depresión, calmaba a la audiencia de Texas hacia el final del año en una intervención que establecía las diferencias entre entonces y ahora: «todos hablan mucho sin saber (…) no hay comparación posible».[233] Y no existe mejor defensa contra el riesgo de que pase algo parecido que un país tan rico y diversificado como los Estados Unidos, con una extensa red social de seguridad: «Dejémoslo claro, no hay comparación en términos de severidad.»

Podríamos darle la razón si no fuese por el encuentro con el canal televisivo ABC, en el que el Presidente Bush explicó por qué había acudido al Congreso a pedir 700 millardos de dólares:

Me acuerdo de estar sentado el Salón Roosevelt con Hank Paulson, Ben Bernanke y otros, y me decían que, si no actuábamos con contundencia (...) podríamos caer en una depresión peor que la Gran Depresión (…) Y mi respuesta es que, si este es el caso, la Administración hará todo cuanto esté en su mano para proteger el sistema financiero. Y eso es lo que hemos estado haciendo.[234]

Este, pues, es el mismo Ben Bernanke que piensa que toda comparación es exagerada y que una depresión de este calado, dejando al margen la posibilidad de una mayor, difícilmente podría darse en una economía tan sofisticada como la de los Estados Unidos. A menos que pensemos que Bernanke cambió de idea en tan

solo unos meses o que Bush tiene mala memoria, se concluye entonces que Bernanke intentó asustar al Presidente para que actuase con base en razones en las que él mismo no creía, y que el Presidente empleó esas mismas razones para asustar a la población y al mercado.

Funcionó, aunque no desde el primer momento. El lunes 29 de septiembre, el Congreso rechazó el Plan Paulson por un pequeño margen y eso que se había eliminado la cláusula «zar» y se habían establecido límites en la remuneración de los directivos. Casi inmediatamente, sin embargo, muchos miembros que habían votado en contra dieron la impresión de que querían mandar un mensaje a los votantes y su insatisfacción, y no realmente que fracasase la propuesta, especialmente tras la respuesta del Dow Jones, que reaccionó a su decisión colectiva cayendo un 7%. El *establishment* político, empresarial y mediático se enfureció contra unos políticos populistas que preferían caer en una depresión que contradecir a sus votantes. Todo esto generó una corriente que establecía que el Plan Paulson era la única salida posible y que el que lo rechazase es que estaba justo en la frontera de la imbecilidad. Dana Milbank, del *Washington Post*, calificaba a sus opositores como «pirados» y un columnista conservador, David Brooks, los llamó «nihilistas». Un artículo científico aparecido en el *New York Times* trataba de descubrir el virus que se había extendido por la población para resistirse al plan de rescate de Paulson.[235]

Pero los nihilistas fueron pronto aniquilados. Una vez que el Senado votó a favor de una versión revisada del «Troubled Assets Relief Program» (Plan de Saneamiento de Activos Problemáticos) un miércoles, el Congreso tuvo una segunda oportunidad el viernes, 3 de octubre. El demócrata Brad Sherman explica que existía cierto sentimiento de pánico extendido, con la amenaza de escenas de horror absurdas en caso de que votasen en contra de nuevo, como el colapso del mercado de bursátil y la declaración del estado de emergencia.[236] Sin embargo en esta ocasión no dijeron que no. La diferencia es que ahora el programa incluía una ayuda adicional de 110 millardos de dólares en exenciones fiscales, que incluían a las fuentes alternativas energéticas y las víctimas de desastres naturales, así como sectores particulares de negocios, donde se concentraban los escépticos con el plan de rescate, como los estudios de Hollywood, propietarios de circuitos de carreras o fabricantes de arcos de madera para niños.

Al final resultó que el Congreso se había opuesto al plan de 700 millardos de dólares porque no era suficiente dinero.

Una oferta irrechazable

Sin embargo la Bolsa continuó su caída vertiginosa. Cuando el plan fue rechazado el 29 de septiembre de 2008, el Dow Jones perdió un 7%, lo que los defensores de la medida vieron como una muestra evidente de su necesidad. Pero

los cinco días siguientes a su aprobación el mercado de valores cayó más del 18%. Más que nada la atmósfera de nerviosismo y el discurso político sobre el pánico habían hecho preocuparse a los mercados. Y el modo en cómo la Administración había manejado el asunto de la TARP no había inspirado mucha confianza tampoco. «No había ningún dato particular», explicaba un representante del Tesoro en la revista «Forbes» a por qué se había establecido la cifra de 700 millardos. «Simplemente queríamos fijar una cifra muy elevada».[237]

Un ejecutivo de Wall Street que fue invitado a diversas reuniones con el Tesoro tras la aprobación del plan revela que los funcionarios le formularon preguntas tan básicas que comenzó a sospechar que había algo de improvisación en todo el proyecto: «Estaba claro que no habían pensado mucho cómo ponerlo en marcha».[238] Había una explicación muy simple a por qué la gente del Tesoro no había dedicado demasiado tiempo a pensar en el plan que era necesario para salvar a Estados Unidos de la depresión: habían decidido no apoyarlo. Hank Paulson a día de hoy admite que le comunicó a su *staff* ya el 2 de octubre: «Lo primero que vamos a hacer es inyectar capital en los bancos». Definir, poner precio y comprar activos tóxicos resultaba ser una pesadilla administrativa, y no estaban seguros siquiera de que fuese a ayudar. Los nihilistas y los pirados habían tenido razón desde el principio.

El día antes de que los miembros del Congreso aprobasen el TARP, que se les dijo era necesario apoyar para que los Estados Unidos tuviesen una economía en el futuro, el Tesoro había descartado por completo el plan. En cambio, el Tesoro comenzó a trabajar en la propuesta realizada por Noubini y otros economistas, esto es, recapitalizar los bancos a cambio de acciones. Paulson se había asegurado de que la legislación incluía expresamente el darle la autoridad para poder comprar prácticamente cualquier activo, incluyendo acciones de compañías financieras. En retrospectiva, Paulson defiende su postura negando explícitamente que este fuese el objetivo al afirmar que el Congreso se hubiese negado a que el Gobierno federal entrase en el accionariado de un conjunto de bancos. «Esto es muy complicado y muy difícil de vender», declaraba al *New York Times*. «No sé cómo convencerlos». El Secretario del Tesoro no tenía idea de cómo convencer a los representantes electos del pueblo americano para que aprobasen sus propuestas, así que les dijo que iba a hacer algo que estaban más dispuestos a aceptar, pero al tiempo les hizo concederle facultades para hacer lo que en realidad quería. Era un truco de manos de 700 millardos de dólares.

Paulson pudo hacer pasar los hechos como menos dramáticos de lo que eran porque lo que comenzaba a pasar en Europa le empezó a robar protagonismo. En la tarde del 4 de octubre, el Primer Ministro italiano, el conservador Silvio Berlusconi, afirmó que la crisis había sobrevenido porque en los Estados Unidos se había desarrollado un «capitalismo de aventureros». Europa, al contrario, era más

sabia y prudente: «Europa no afronta, y nunca lo hará, los riesgos del sistema americano».[239] Pero lo haría pronto; de hecho, el día después de las declaraciones de Berlusconi. El segundo banco más grande de Italia se veía obligado a convocar una reunión de emergencia para tratar de conseguir más capital, y el gobierno alemán se veía obligado a rescatar a una institución hipotecaria y a garantizar todos los depósitos bancarios. Pronto se puso de manifiesto que muchos bancos europeos tenían menos control de sus negocios incluso que sus pares norteamericanos. Islandia se hizo pedazos; países como Hungría o Letonia parecía que iban a seguir sus pasos; y el Fondo Monetario Internacional comenzó a negociar préstamos de emergencia.

El grupo bancario y de seguros belga-holandés Fortis, una de las empresas más grandes del mundo, se encontraba en dificultades desde que había adquirido ABN AMRO en octubre de 2007, en parte porque la legislación de la Unión Europea que previene la concentración le había forzado a vender grandes partes de la compañía a pérdida. Conseguir más capital le estaba siendo cada vez más difícil y tras la caída de Lehman los rumores de una quiebra inminente comenzaron a circular, lo que hizo que los clientes comenzasen a retirar sus depósitos. El 28 de septiembre, los gobiernos de Bélgica, Holanda y Luxemburgo se repartieron el banco y vendieron una parte al banco francés BNP Paribas, que había mostrado interés.

Se había extendido también la preocupación en el mundo financiero de que los bancos británicos como HBOS y Bank of Scotland estaban tan solo a unos días de colapsarse. Para prevenir la crisis, el gobierno británico anunció un extenso paquete de medidas bancarias el 8 de octubre. Inyectaría alrededor de 50 millardos de libras en los principales bancos del país y otras instituciones financieras, pero pedía algo a cambio: o acciones preferentes que recibirían todos los dividendos u obligaciones a un interés fijo. Los propietarios de los bancos eran los que debían sufrir en sus carnes y no los contribuyentes. Al mismo tiempo, se ofrecía a los bancos condiciones más favorables de acceso al crédito. Recordaba al camino de Suecia y Finlandia para resolver la crisis, y pronto resultó ser el modelo ganador. Cuatro días después, los líderes de lo países miembros de la Unión Europea se reunieron en París, y declararon que recapitalizarían sus bancos. Aumentaron asimismo la cantidad asegurada en los depósitos bancarios, con la sensación de que no tenían otro remedio tras la promesa irlandesa durante la semana anterior de asegurar todos los depósitos y que había causado el flujo de capitales hacia Irlanda, forzando a cada vez más países garantizar el dinero de las cuentas.

Estas intervenciones calmaron a los mercados más de lo que lo había hecho la actuación de la Administración norteamericana. Cuando el no muy simpático pero estable ministro británico Gordon Brown decidió entrar en acción, la gente al menos sabía lo que podía esperar. La autoestima le debió causar un lapsus

freudiano. Cuando la Cámara de los Comunes estaba debatiendo sobre la crisis financiera a primeros de diciembre, equivocadamente declaró: «No solo hemos salvado el mundo…».

Se produjo entonces la más breve de las pausas, durante la cual los miembros de la Cámara se miraron unos a otros buscando confirmar lo que de verdad acababan de oír. Y una explosión de risas sofocó la corrección del propio Brown: «… salvado los bancos». Sus palabras casi ni se oirían. Mientras que la oposición, naturalmente, se desternillaba, muchos miembros del partido del Primer Ministro, Parido Laborista, se reían abiertamente, mientras que otros, como los guardias romanos de la película de Monty Python *La vida de Brian*, trataban de contener la risa. Los miembros del Parlamento golpeaban sus rodillas y agitaban papeles en el aire mientras se atragantaban con las carcajadas. El moderador tuvo que llamar al orden hasta en cuatro ocasiones, y no fue hasta un minuto y medio después cuando Brown, el hombre que había creado la legislación financiera británica que ahora se derrumbaba, que se había negado a conceder una exención administrativa a Lehman Brothers y que había incluido a Islandia en una lista de países terroristas, pudo continuar su discurso y explicarle a todo el mundo qué inmensa deuda de gratitud se tenía para con él.

El martes 14 de octubre el Secretario del Tesoro Hank Paulson anunció públicamente que los primeros 250 millardos de dólares del TARP se emplearían para recapitalizar los bancos, al tiempo que el gobierno comenzaría a garantizar los préstamos del sistema interbancario, a cambio de una modesta tasa. Para empezar el capital se inyectaría en los 9 bancos más grandes y en aquellos de menor tamaño que lo solicitasen a cambio de acciones preferenciales con un 5% de dividendo, que se elevaría al 9% a los 5 años, y la posibilidad de comprar más acciones. Esto se hizo con la intención de motivar a los bancos para que consiguiesen más liquidez de otras formas y comprasen la participación gubernamental. Para no afectar los derechos, el gobierno limitó su operación a los bancos. Todos debían ser incluidos, porque si alguien permanecía al margen haría parecer más frágil al resto. Esta solución era diferente de la reclamada por muchos economistas. En sus manuales, recapitalizar significa dar dinero a los bancos que, de no hacerlo, se hundirían. Paulson, en cambio, quería dar dinero a todos los bancos, porque entonces estos comenzarían a prestarlo a las empresas y la economía se pondría en marcha de nuevo. Este programa se afirmaba era voluntario, pero pronto las descripciones que aparecían en la prensa hacían indicar que era tan voluntario como la organización de las empresas bajo el *New Deal*.[240] En aquellos días, cuando al General Johnson, a quien el Presidente Roosevelt había puesto al frente del proyecto, le preguntaron qué iba hacer con las compañías que se negaban a fijar los mismos precios, pagar los mismos salarios y ofertar las mismas condiciones de trabajo que los competidores, contestó: «Se llevarán un guantazo».[241]

La prensa informó de cómo a las 3:00 pm del día antes del anuncio Hank Paulson había convocado a los principales ejecutivos de los 9 grandes bancos alrededor de una mesa de 15 metros. Se sentaban ordenados por orden alfabético —Bank of America el primero, Wells Fargo el último— en sillones de cuero marrón. Tras explicar el acuerdo, Paulson dijo que no hay sitio para la negociación o el compromiso. A todos los banqueros se les entregó un documento de una página que se esperaba firmasen sin comentarios antes de abandonar la reunión, por su propio bien y el del país. Algunos mostraron su interés de forma inmediata mientras que otros asediaron al Secretario de Estado con preguntas críticas y cierto nerviosismo. En un momento determinado, Ben Bernanke, que también estaba presente, tuvo que intervenir para hacer hincapié en que no era necesario mantener la atmósfera de enfrentamiento.

La mayoría de las críticas provenían del Presidente de Wells Fargo, Richard Kovacevich. Dio cuenta de cómo su banco se había mantenido alejado de productos hipotecarios exóticos y no tenía necesidad de ser rescatado. Escapaba a su comprensión el que tuviese que transferir sus dividendos al Secretario del Tesoro a cambio de una protección que su banco no necesitaba. Fue entonces cuando Paulson endureció su tono. Claro, Kovacevich podía asumir el riesgo y no aceptar esta oferta, pero, si Wells Fargo más tarde tuviese dificultades para conseguir más capital y entonces pidiese ayuda, la Administración no sería tan generosa.

Se trataba de una oferta que no podía ser rechazada. «Qué banco tan bonito. Sería una pena que tuviese un accidente».

A las 6:30 pm todos habían firmado el acuerdo.

Tres días después del anuncio de Paulson, uno de los principales bancos, J.P. Morgan Chase, celebró una teleconferencia internacional para decidir qué hacer con los 25 millardos de dólares que habían recibido de los contribuyentes. Lo que los allí reunidos no sabían es que Joe Nocera, del *New York Times*, se había hecho con el número de conexión y podía escucharles. Informó de que nadie mencionó la idea de que el banco prestase más dinero; al contrario, se planeó prestar menos. En su lugar, uno de los directivos propuso que con los 35 millardos se compraran otros bancos.[242]

Cuando los 21 bancos que habían recibido al menos 1 millardo de dólares de los contribuyentes fueron cuestionados por la Asociación de Prensa acerca de qué habían hecho con ese dinero que, de no tenerlo, no hubieran hecho, ninguno de los portavoces de los bancos ofreció una respuesta clara. Muchos dijeron no tener ni idea. El portavoz de Morgan Stanley dijo que lo contaría solo si quedaba en el anonimato, y el de New York Mellon Corp. prefirió «que no se mencionase que no estaban dispuestos a discutir sobre esos detalles. No es demasiado suponer el pensar que los bancos jamás concederían un préstamo a alguien que acudiese a

alguna de sus oficinas y respondiese de esta manera cuando le preguntaran por el destino que tenía pensado para el dinero».[243]

Aun con la prohibición de la venta corta, la garantía de los créditos y la gran inyección de capital en los grandes bancos, y tras ellos en unos cientos de bancos menores, se comenzó a disipar la preocupación de que los grandes bancos se hundirían. El tipo de interés del sistema interbancario comenzó a caer y la diferencia entre este y el aplicado a los préstamos a corto plazo y seguros de la Fed, que acababan de alcanzar su máximo, se acortaría a la mitad en el mes siguiente. Pero aun con todo los bancos continuaron acumulando capital y el volumen de crédito continuó restringiéndose, pero el público general se sentía más confiado porque el sistema financiero continuaba siendo operativo. El barco quizá no estuviese avanzando, pero al menos había dejado de hundirse. En este sentido, las tácticas agresivas de Paulson alrededor de la mesa de caoba podían interpretarse como el fin de la fase más aguda de la crisis.

Pero algunos pensaban que se había pagado un precio demasiado alto. De acuerdo a la economista Anna Schwartz, citando el *Wall Street*: «No deberían recapitalizarse entidades que deberían ser cerradas». Existían razones para tomar en serio su advertencia de que premiar el fracaso suele conducir a más fracaso, ya que Schwartz, que contaba ahora con 93 años, era la coautora junto a Milton Friedman de la tesis más comúnmente aceptada de cómo la Fed había causado la Gran Depresión. Durante una conferencia en honor del nonagésimo cumpleaños de Friedman, en 2002, Ben Bernanke, gran experto en la Gran Depresión, y uno de los siete gobernadores de la Fed, tuvo una intervención muy alabada: «Me gustaría decirles a Milton y Anna: en relación a la Gran Depresión, tenéis razón. Lo hicimos. Lo sentimos. Pero, gracias a vosotros, no volveremos a hacerlo».

Ese fue un discurso ingenioso, pero la propia Anna Schwartz pensaba que la obsesión de Bernanke con la Gran Depresión era un problema en sí mismo, ya que lo que estamos experimentando ahora no es una repetición de los problemas de los años 30. Entonces los bancos se hundieron porque no tenían liquidez. Poseían capital suficiente pero no pudieron reunirlo a la velocidad necesaria cuando el miedo provocó una retirada masiva de depósitos. La Fed debería haber actuado entonces facilitando a los bancos la oportunidad de sobrevivir hasta que hubieran podido recuperar su capital. De acuerdo a Schwartz, la Fed y el Tesoro estaban haciendo en 2008 lo que deberían haber hecho en 1930. Estaban combatiendo una guerra sin darse cuenta del cambio de escenario. En 2008 el problema no era solo la ausencia de liquidez, sino también la falta de solvencia: muchos bancos no podían afrontar sus deudas porque se habían embarcado en negocios sin sentido, y era imperativo que asumiesen las consecuencias de sus actos. Schwartz concluía: «Toda vez que se ha establecido como principio, creo que el mercado considera que tiene sentido. Todo funciona mejor cuando las decisiones erróneas se castigan

y las acertadas te hacen rico».[244]

Schwartz era una de los que preferían el primer Plan Paulson, dado que el único modo de hacer que los bancos volviesen a funcionar era deshacerse de los activos tóxicos para que pudiesen volver a operar normalmente. Incluso cuando Paulson comenzó a emplear el dinero TARP para otros fines insistía que iba a comprar activos nocivos. Tan solo un mes más tarde, el 12 de noviembre, volvió a transformar de nuevo su programa de medidas. La mitad de lo que quedaba de los 700 millardos de dólares que el Congreso había concedido se destinaría ahora para más recapitalizaciones y nuevas formas de apoyo, como la financiación de hipotecas y la garantía en los mercados de los créditos para estudiantes y tarjetas de crédito.

Solo había una cosa segura: el viejo plan era papel mojado. El «TARF» de Paulson, al que todavía se aludía de acuerdo a estas siglas, nunca compraría ni un solo activo en problemas. Aquellos que conservaban sus participaciones porque se les había prometido que tendrían la oportunidad de vendérselas al gobierno veían ahora sus planes destruidos al tiempo que sus activos perdían cada vez más valor. Esta decisión causó la convulsión del crédito en el mercado inmobiliario, así como el coste de los préstamos del sistema interbancario, que se elevó por primera vez en un mes movido por la confusión acerca de cómo se iba a emplear el dinero del rescate. El Dow Jones cayó por debajo de los 8.000 puntos el 19 de noviembre, su nivel más bajo en cinco años, con las acciones de los bancos naufragando más que ninguna otra.

En tiempos de crisis, el viejo sueño de un hombre con fortaleza que sabe lo que se necesita y no admite la disensión adquiere un nuevo vigor. Evan Newmark, del *Wall Street Journal*, hizo ver que Hank Paulson había engañado al Congreso y había forzado a los bancos a aceptar un plan que no querían. Y todo ello bajo la premisa de que el Secretario del Tesoro era un «héroe nacional».[245] Sin embargo, Paulson se arregló para combinar gran concentración de poder con la incertidumbre de no saber qué hacer con él. Una y otra vez cambió de estrategia y modificó las razones que daba para tomar o no ciertas decisiones. Incluso dos meses después de adoptar el TARP, el Presidente del Comité de Supervisión del Congreso pensaba que la administración carecía de una estrategia coherente, simplemente saltaba de crisis en crisis.[246] La gestión de la crisis por parte de la administración recordaba extraordinariamente a Lord Ronald, de la historia de Stephen Leack *Gertrude la Gobernadora*, quien «saltó sobre su caballo y galopó sin sentido en todas direcciones».

Hank Paulson se había ganado el aplauso por su pragmatismo y su capacidad para cambiar opiniones a medida que avanzaba, pero es cierto que, si los inversores necesitan estabilidad y cierta seguridad con respecto a las reglas de juego, su método de primero intimidar y luego confundir era devastador para

lidiar con las circuntancias cambiantes. Los precios de las hipotecas titulizadas que primero iba a comprar a buen precio, luego a peor precio y al final no iba a comprar, y que más tarde la Fed anunció su intención de adquirir, estaban subidos en una «montaña rusa». La SEC cambiaba constantemente las reglas de valoración de activos: primero prohibió la venta corta, luego extendió la prohibición, después amplió la lista de compañías, e incluso al final eliminó la prohibición. El 24 de octubre de 2008, Joe Nocera, del *New York Times*, aventuraba que la razón por la que los mercados seguían siendo volátiles era porque «los inversores no se fiaban ya del Tesoro».[247] Recuerda esto a la combinación de la retórica alarmista y los experimentos legislativos que hicieron que Keynes reclamase a Roosevelt el ser más prudente si quería atraer de nuevo a los inversores.

A mediados de diciembre el Plan Paulson sufrió su tercera modificación. Un rescate que abría todas las compuertas. Hasta entonces, todo rescate estaba vinculado de una forma u otra al sector financiero. La razón por la que los políticos proceden así es que rescatar bancos es un modo de salvar la economía y no instituciones individuales. Si un fabricante de coches se hunde, le compramos coches a otro, y si una aerolínea desaparece volamos con otra compañía. Pero si elementos centrales del sistema financiero desaparecen se vuelve imposible tanto para los fabricantes de coches como para las aerolíneas el operar. Esto, sin embargo, no previno a los principales ejecutivos de los tres grandes fabricantes de coches de Detroit el subirse a sus *jet* corporativos para acudir al Congreso y pedir dinero de los contribuyentes, ya que se encontraban en una situación de pronunciada insolvencia. Se urgió a Paulson a emplear el dinero del Plan, pero incluso así se «apañó» para aumentar sus competencias de modo extraordinario; el Congreso había aprobado el paquete de medidas para el sector financiero, así que se negó de entrada. Cuando el Congreso, sin haber logrado un acuerdo, comenzó su receso navideño, el Presidente Bush decidió entrar en acción. El 19 de diciembre prometió a General Motors y a Chrysler un préstamo de 17,4 millardos de dólares que les permitiría mantenerse a flote hasta que se reanudasen las sesiones del Congreso. El dinero se sacaría del TARP, esto es, dinero que el Congreso había concedido a la administración bajo una sola condición: solo podría destinarse a instituciones financieras.

Robert Reich, primer Secretario de Estado de Trabajo de Clinton, era uno de los que quería prestar dinero a la industria automovilística, pero el modo en que se hizo le parecía que demostraba que la administración podía actuar arbitrariamente en tiempo de crisis:

Si el TARP es un fondo de reptiles, todo es arbitrario. No somos ya un Estado de Derecho; somos una nación en la que los funcionarios del Tesoro y la Casa Blanca pueden disponer de cientos de millardos de dólares del dinero de los contribuyentes a su antojo. ¿Por qué rescatar a la industria automovilística y no,

por decir algo, a la papelera, que está cayendo en el olvido?[248]

De hecho, ¿por qué no? Ya no se trataba de salvar el sistema financiero. Se trataba de conceder una gran suma de dinero y el debate político acerca de quién obtendría el dinero a costa de otros.

El CEO de Hudson City Bancorp en Nueva Jersey, Ron Hermance, se preguntaba qué era lo que Hank Paulson le estaba haciendo a la economía. Durante la burbuja hipotecaria, las inversiones del banco de Hermance se habían mantenido a distancia del mercado *subprime*, y requería de sus clientes que pagasen el 20% de la vivienda como entrada si querían obtener una hipoteca. Hasta el punto de que los titanes de Wall Street al otro lado del río Hudson contactaron con él; probablemente se le acercaron para intentar modificar sus convicciones sobre la necesidad de examinar la solvencia de los potenciales clientes y ser más generoso. Pero Hermance había aprendido desde muy joven que la sociedad necesita de los individualistas, de gente que piense diferente: «Como decía mi abuelo, si todo el mundo pensase del mismo modo, se habrían casado con mi abuela».[249]

Esta pizca de sabiduría mundana había cimentado la construcción lenta pero firme de Hudson City Bank en un gran banco que disfrutaba de una salud envidiable. Aun cuando el mercado se hundía, sus acciones continuaron subiendo. Hermance se opuso por todos los medios a su alcance a la intervención de la administración, asegurando que los mercados financieros aún podían ser eficaces. Pero ahora veía cómo se inyectaban millardos de dólares en los bancos, algunos de los cuales habían cometido los más terribles pecados. En su opinión, existía un claro riesgo de que el gobierno de los EE.UU. estuviese manteniendo a bancos que deberían haber caído fruto de sus propios errores.[250] Aquellos que antes habían estado en posición de competir de manera más agresiva contra él porque asumieron riesgos extremados veían ahora socializadas sus pérdidas como si nada hubiese ocurrido. Hudson City Bancorp se había topado con un contrincante mucho más duro: el presupuesto federal de los EE.UU.

A medida que más y más industrias recibían la ayuda del gobierno, más gente comenzó a compartir la opinión de Hermance. Es comprensible que los políticos quieran salvar a las empresas, y los trabajos a ellas asociados, si se encuentran en problemas debido a un momento de crisis económica. Pero al hacerlo los políticos han de sacar el dinero de algún sitio, o bien directamente de los impuestos, o bien imprimiendo más billetes o tomándolo prestado, lo que conlleva eventualmente un alza de los tipos de interés. Lo que se traduce en que un tercero habrá de pagar por el apoyo del gobierno al mismo tiempo que tendrá que luchar contra una competencia reforzada por ese mismo apoyo. Lo que se habrá logrado es la redistribución de las cargas de aquellos que eran menos competitivos a los que eran más competitivos, y así se salvaguardarán viejas fórmulas y

estructuras, mientras se dificultará la emergencia de nuevos negocios, así como su expansión y la contratación de nuevos empleados. Y, lo que es más, el resultado de la intervención de los políticos cuando tratan de salvar al pez grande a costa del pez pequeño es la centralización.

La suma total de creatividad es constante, y por lo tanto los ejecutivos más astutos adaptaron sus operaciones para hacer un uso más eficaz del nuevo sistema de ayuda. En julio de 2008 el sector inmobiliario recibió rescate al ser comunicado a la Federal Housing Administration que debía garantizar 300 millardos de dólares adicionales en hipotecas *subprime*. Se estabilizarían así los precios de las viviendas, aliviando la presión que soportaban Fannie Mae y Freddie Mac, que tenían en cartera muchas de estas hipotecas. En 2008 las hipotecas garantizadas por el gobierno de esta forma concentraban el 26% del total de los nuevos préstamos a viviendas; el año anterior había sido de tan solo el 4%. Este esquema permitió al antiguo empleado de Goldman Sachs Hank Paulson comprar hipotecas de mala calidad a 63 céntimos el dólar, convertirlas en hipotecas garantizadas por el dinero de los contribuyentes y venderlas como hipotecas seguras a un tercero a 90 céntimos el dólar. No es un mal retorno para continuar con las buenas relaciones con el gobierno federal.

O se puede hacer como Héctor Hernández, en el Sur de Florida, cuya compañía hipotecaria concedía a la gente préstamos garantizados por la FHA para comprar apartamentos que él mismo construía. La mitad de los préstamos FHA que había suscrito desde noviembre de 2006 habían incurrido en mora. La mitad de los deudores habían pagado interés por tan solo tres meses o incluso menos. Uno de cada 10 no llegó a pagar ni una sola mensualidad. Uno de los deudores reveló en el *Bussines Week* el modelo de negocio: Hernández le había pagado 19.500 dólares en «negro» por comprar el apartamento, una oportunidad «para sacar algo de dinero», como él lo llamaba. Se limitaba a pagar a la gente para que se embarcase en la compra, lo suficiente para cubrir la diminuta entrada que la FHA exigía. El deudor se hacía con el dinero y abandonaba la vivienda, Hernández le comunicaba entonces a la FHA que otro hogar desafortunadamente había dejado de pagar sus mensualidades, y los contribuyentes debían intervenir para hacerse cargo de lo que se le debía. Un estudio estima que los impagos de las nuevas hipotecas FHA le costarán a los contribuyentes más de 100 millardos de dólares en los próximos cinco años. Pero ¿quién va darse cuenta de 100 millardos más en esta descomunal bancarrota?[251]

Hacia el final de su mandato, el Presidente Bush había aumentado drásticamente el gasto federal, había introducido nuevos controles y regulaciones, nacionalizado amplios sectores de la industria financiera y comprometido alrededor de 8 billones de dólares en diferentes rescates y garantías.[252] Ahora que la crisis financiera estaba transformándose en una recesión más tradicional,

comenzó a intervenir en favor de compañías industriales individuales con el dinero de los contribuyentes. Defendía de este modo su actuación en una entrevista: «He abandonado los principios del libre mercado para salvar el sistema del libre mercado».[253]

La pregunta, obviamente, es de cuántos principios del libre mercado se puede renegar antes de que se esté renegando del sistema mismo del libre mercado. En cierto punto, como Karl Marx apuntó, los cambios cuantitativos se convierten en cambios cualitativos.

VI.
¿EL CAPITALISMO DEL MAÑANA?

De hecho el mundo es gobernado por poco más [que ideas]. Los hombres de acción que se creen libres de cualquier influencia intelectual son normalmente los esclavos de algún economista difunto.

John Maynard Keynes,
Teoría General del Empleo, el Interés y el Dinero

Los barcos mercantes cargados de contenedores con bienes cruzan nuestros océanos a todas horas y forman parte de la infraestructura global cotidiana de la globalización. Ahora, de repente, están parados y vacíos en los grandes puertos de Asia y América, mientras los contenedores se apilan en los muelles. «El problema no es la demanda, y no es la oferta porque hay mucha. Es encontrar a alguien que pueda conseguir crédito para comprar», concluye un analista.[254]

Los bancos no estaban dispuestos a emitir cartas de crédito, que son imprescindibles para garantizar que los exportadores recibirán el pago a la entrega, y algunos vendedores dejaron de confiar en las instituciones financieras que emitían garantías. ¿Cómo poder saber que podrían pagar tan solo una semana después? La tormenta financiera había hecho encallar más barcos que ninguna tormenta natural.

Para una economía dependiente de la división internacional del trabajo —empleo, componentes y materias primas, con origen en diferentes componentes—, quería decir que se avecinaban problemas. Si no te puedo pagar hasta que mis clientes me paguen a mí, ¿quién va a correr con el riesgo en el entretanto? Tal y como recogía *The Economist*, la comunidad mercantil global pasó en una sola semana del «justo a tiempo» al «por si acaso», que consistía en acumular tanto capital como fuese posible y hacer negocios con el menor número de socios desconocidos como fuese posible.[255]

Ningún manual o libro de texto podrá mostrar el valor de los mercados internacionales tan claramente como la economía global hizo las semanas después de la crisis de Lehman Brothers. ¿Cómo se va aventurar un proveedor a enviar bienes cruzando el globo a un comprador al que no conoce y cómo se va a arriesgar un comprador a pagar antes de recibir los bienes? ¿Cómo podremos financiar riesgos tales como la compra de un apartamento, comprar usando una tarjeta de crédito, la ampliación de una empresa o pagar a 30 días en divisa, si no hay modo alguno de compartir la exposición con otros en el mercado que estén dispuestos a compartir riesgos?

Las transacciones, los acuerdos de crédito y los derivados que se demostraron ser tan abstractos o incluso innecesarios o parasitarios, enseñaron lo que en verdad valían en septiembre y octubre de 2008, cuando simplemente dejaron de funcionar. Como el oxígeno, no notamos su ausencia hasta que ya no hay. Fueron las semanas más terroríficas en las vidas de muchos de los principales ejecutivos y políticos.

El término «crédito» proviene del latín «credo», que significa «yo creo». El crédito se basa en nuestra creencia o confianza de que la persona a la que prestamos el dinero hará buen uso del dinero y voluntariamente nos lo devolverá en el futuro. Pero se basa también en nuestras creencias sobre nuestro propio futuro. Esta confianza nos permite gestionar nuestros activos durante nuestra vida, tomando prestado cuando nos encontramos en un momento débil financieramente y prestar en tiempo de bonanza. Los mercados financieros permiten mantener viva una economía a gran escala basada en la cooperación entre individuos que no se conocen. Millones de personas pueden combinar sus ahorros para construir grandes corporaciones que se unen a economías de escala. Este es el modo en que la humanidad traslada el dinero de un lugar a otro en el que es más útil.

Más que ninguna otra cosa, el mercado financiero es una gigantesca máquina democratizadora. Dado que existen millones de personas que toman decisiones individuales sobre lo que hacer con sus ahorros e inversiones, existe una posibilidad de que algunos quieran apostar por recién llegados o por quienes permanecen fuera del sistema, pero que careciendo de capital poseen ideas y visiones. Dado que existen personas que puedan encontrar a otros que estén dispuestos a asumir un riesgo apostando por ellos, los países con mercados financieros sofisticados disfrutan de una corriente más estable de innovación, compañías innovadoras que derriban a los viejos gigantes. Ser capaces de captar dinero de mercados de capital abiertos es el único modo que tienen las personas de escapar de usureros locales. Tal y como cuenta el historiador Niall Ferguson en su libro sobre la historia del dinero, los países que han desarrollado mercados financieros potentes son los que han florecido también en otros aspectos. La aplicación de la matemática arábiga a la banca es lo que produjo el Renacimiento en Italia. Los diminutos Países Bajos derrotaron a Austria, Inglaterra derrotó a Napoleón, y los Estados Unidos se convirtieron en la superpotencia más poderosa de la historia en parte porque todos ellos crearon instituciones financieras capaces de financiar al gobierno e impulsar sus economías nacionales. Los poderes de la Entente conocieron la victoria en la I Guerra Mundial porque pudieron financiar su esfuerzo bélico vendiendo bonos en los centros financieros globales como París, Londres o Nueva York, mientras que los alemanes tenían que confiar en sus propios recursos.[256]

La liberalización de los mercados, por ejemplo, a través de la competencia

entre los bancos privados y la apertura de los mercados bursátiles, parece aumentar la inversión y la productividad en una economía. El impacto no se debe al incremento de la inversión, sino a que más capital acaba en el lugar en el que es de más utilidad. Estudios realizados en Norteamérica demuestran que los Estados que han apoyado la legislación que favorece la mayor desregularización financiera desde 1970 han experimentado un crecimiento más rápido. Algunas investigaciones concluyen que el nivel de desarrollo de los mercados financieros de un país alcanzado hacia 1960 era un factor relevante para el subsiguiente crecimiento. Un país en desarrollo que doble la cantidad disponible de capital privado para la banca y la industria aumentará su PIB en un 2% anual. Esto quiere decir que, en un periodo de 35 años, un país que lleva a cabo todo lo necesario para tener un mercado activo puede llegar a ser el doble de rico que un país que a día de hoy es igual de pobre y no tome las medidas necesarias.[257]

Porque hemos desarrollado nuestros mercados financieros, el 43% de toda la riqueza generada por la humanidad se ha creado en los últimos 30 años. Incluso una auténtica recesión internacional no hará que los niveles globales de riqueza retrocedan a donde estaban hace un par de años. Gracias a que los mercados financieros han hecho posible la producción y el mercado a gran escala, la pobreza extrema ha descendido en 74.000 personas cada día desde los primeros años de la década de los 80. Y aunque la actual crisis tiene su origen en los Estados Unidos, es un hecho que los países con mercados financieros más sofisticados sufren menos crisis financieras que otros.[258] Una de las razones por las que las altas y bajas de los ciclos económicos se están igualando en los países desarrollados es que las personas incluso en los malos tiempos pueden conseguir crédito.

Antes de que supieran las respuestas

No podemos sobrevivir sin la confianza y la cooperación que los mercados financieros aportan. Pero hemos visto qué fácil es suscitar la confianza en las personas o modelos de negocio inadecuados. Hacia finales de 2008, la peor parte de la tormenta financiera estaba amainando, al menos por ahora, pero es también cuando las consecuencias más profundas en el ciclo económico se comienzan a sentir más seriamente. Al reducir los bancos drásticamente su nivel de inversión y apalancamiento, y al dejar de gastar dinero a manos llenas las instituciones que antes lo estaban haciendo y que ahora estaban tocadas, muchas empresas, hogares, y en algunos casos incluso países enteros, se veían incapaces de conseguir dinero prestado suficiente para cubrir sus gastos. Lo que condujo al hundimiento de muchas empresas, altas tasas de desempleo, y enormes déficits en los presupuestos. En un solo día de enero, 65.000 americanos perdieron su trabajo. La economía global había sobrevivido a un ataque al corazón; ahora la pregunta era cómo evitaría el morir de hambre.

¿Qué había pasado exactamente? ¿Cómo los sobreexcitados compradores de viviendas de los Estados Unidos habían logrado hundir la economía global? Muchos políticos a lo largo y ancho del mundo se apresuraron a afirmar que la crisis debía tener sus causas en el propio sistema financiero, que la razón debía encontrarse en que a los agentes del mercado se les había dado rienda suelta y habían cometido grandes errores.

«Se acabó el *laissez-faire*», declaró Nicolás Sarkozy, Presidente de Francia. «La idea de que los todopoderosos mercados no podían ser regulados por normas o intervención política era una locura». De acuerdo al ministro alemán de finanzas Peer Steinbrück, la crisis reveló que el argumento empleado por los defensores del *laissez faire* era «tan simple como peligroso», y la Canciller Angela Merkel llegó a la conclusión de que era necesaria una mayor regulación de los mercados financieros. Según el Ministro de Finanzas de la Italia de Silvio Berlusconi, Giulio Tremonti, había sido el invento de «un grupo de locos, de iluminados (…) Ahora ha fracasado. La globalización ha fallado».[259]

Los políticos, que nunca habían dudado en reclamar el mérito por cada décima de cada punto ganado en las tasas de crecimiento o por cada nuevo puesto de trabajo creado, no tardaron ni un segundo en culpar del giro de los acontecimientos a su falta de influencia. Pero, ¿carecían de influencia?

Los críticos dicen que el mercado financiero estaba absolutamente desregularizado. Pero 12.190 personas trabajan a tiempo completo en regular el mercado financiero tan solo en Washington, cinco veces más que en 1960. La gran ola desregulatoria se dice comenzó en 1980. Desde entonces, el coste de las agencias federales a cargo de la regulación de los operadores financieros se ha incrementado de los 725 millones de dólares a los 2,3 millardos, incluyendo el ajuste por inflación.[260]

El «mito de Hoover» se está tratando de imponer por el Presidente Bush para hacer ver que él era una especie de desregulador. Sin embargo, durante sus ocho años en la Casa Blanca, se añadieron nuevas regulaciones federales a un ritmo de 78.000 páginas al año. Lo que supone un récord en la historia de los Estados Unidos. Bill Clinton redujo el número de funcionarios federales en 969; Bush incrementó aumentó su número en 91.196. Clinton redujo el coste de la regulación financiera levemente, Bush lo ha incrementado en un 29%.[261]

Un argumento empleado normalmente es que nos encontramos en medio del caos económico debido a la ausencia de instituciones internacionales con la responsabilidad de la coordinación y regulación global. Pero este es justo el objetivo del Fondo Monetario Internacional, los bancos (regionales) multilaterales para el desarrollo, la Organización Internacional del Trabajo, el Programa de Desarrollo de Naciones Unidas, la Conferencia de Naciones Unidas para el Comercio y el Desarrollo, el Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de

Naciones Unidas, la Organización de Naciones Unidas para el Desarrollo Industrial, el Comité Bancario de Supervisión de Basilea, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros, el Fórum para la Estabilidad Financiera, la Junta Internacional Contable.

Algunos de los que denuncian que los mercados financieros no estaban suficientemente regulados en realidad se refieren al hecho de que a operadores privados se les confieren responsabilidades de supervisión, por ejemplo a las agencias de *rating*. Pero si el gobierno introduce una nueva legislación y confiere la responsabilidad de la ejecución a operadores privados que tienen sus propios intereses la orientarán en cierta dirección, lo que hará que la frontera entre gobierno y corporación sea aún más borrosa. Esto es lo opuesto al *laissez faire*, que se basa precisamente en la separación entre gobierno e iniciativa privada.

Otros que se quejan de la falta de regulación lo que tienen en mente es la ausencia de supervisión del sector bancario en la sombra y de la falta de requisitos de capital. Pero esto es tan solo la mitad de la historia; la otra mitad da cuenta de cómo el sector atrajo la atención rápidamente toda vez que la regulación hizo normales —transparentes— operaciones financieras más caras. El dinero va a donde se le quiere y, si el gobierno cierra algunas puertas, se colará por la puerta de atrás.

Un tercer grupo de críticos se centra en la regulación, que resulta ser inapropiada ya que las autoridades no comprendieron los riesgos del mercado, prestaron atención a lo que no era importante y dificultaron las conductas razonables mientras que obstaculizaban las irracionales. Pero que el gobierno actúe de forma incompetente no es noticia. Y es precisamente a causa de ello por lo que no tiene sentido comparar la vida real del mercado, con todas sus imperfecciones, con la imagen ideal de cómo hipotética e idealmente las autoridades gobernarían el mundo. No hace falta decir que debemos ponerlo en relación con las autoridades reales e imperfectas que tenemos.

El problema no es que tuviéramos una regulación escasa; justo al contrario, teníamos demasiada, y encima mala. Algunos lectores podrían objetar a esto que estoy introduciendo un debate de carácter etimológico y llevándolo al terreno de la lucha ideológica. Concedo que esto podría ser cierto. Creo que debemos sentirnos libres de referirnos a este problema en los términos en los que deseemos, desde el punto de vista político libremente elegido por cada cual, siempre y cuando, al menos, estemos al tanto de que existe. Porque lo que sería terrible es que el empleo de eslóganes como «regulación insuficiente» dieran pie a la idea de que la crisis tuvo lugar por la ausencia del gobierno y que por consiguiente el gobierno debe intervenir y legislar más para evitar la repetición.

Antes de concederles más poder a los políticos, los banqueros centrales y los funcionarios sobre la economía, ¿no deberíamos primero reflexionar sobre lo que

hicieron con todo el poder y los recursos que ya tenían cuando se produjo la mayor burbuja financiera de la historia?

Examinemos nuevamente el trasfondo histórico de la crisis. La burbuja estaba creciendo al tiempo que la búsqueda de más riesgo comenzó cuando la Fed, no queriendo que el mercado fijase los tipos de cambio, rebajó el tipo de interés a niveles récord y las economías emergentes comenzaron a bombear capital a la economía estadounidense. Los políticos de los EE.UU. aumentaron el riesgo alterando el precio de las viviendas a través de deducciones, beneficios fiscales y restricciones en nuevas edificaciones. A través de la legislación, las subvenciones y las empresas de capital público fueron capaces de crear hipotecas para aquellos a los que el mercado consideraba insolventes.

Las instituciones cuasi-gubernamentales Fannie Mae y Freddie Mac desarrollaron la titulización de hipotecas, de las que se enamoraron locamente en Wall Street toda vez que las agencias de *rating*, a las que se les había concedido un oligopolio protegido legalmente por el gobierno, declararon que era una inversión segura. Los bancos de propiedad pública y los municipios a lo largo y ancho del mundo comenzaron a comprar hipotecas titulizadas como nunca se había visto antes. Las regulaciones internacionales que se adoptaron en Basilea, Suiza, implicaban que los bancos que llevaban a cabo operaciones bancarias clásicas tenían que asumir un coste extra, mientras que los que trasladaron todo su negocio de participaciones a compañías especiales operando en un sector opaco podían hacerlo mucho más barato. La posición reforzada de Fannie Mae y Freddie Mac hizo pensar que el gobierno intervendría si el sector inmobiliario se veía en problemas. La red de seguridad de la Fed y la garantía de depósitos del gobierno federal hicieron que los bancos asumiesen mayores riesgos creyendo que podrían privatizar los beneficios y socializar las pérdidas.

Cuando el precio de las viviendas comenzó a caer y el mercado dejó de demandar hipotecas titulizadas, las autoridades financieras decidieron intervenir y resolvieron que los bancos debían rebajar las valoraciones de dichas participaciones, provocando así una venta histérica. Y cuando ya no quedó nadie dispuesto a financiar a las compañías especiales, los bancos debieron asumirlas nuevamente, lo que supuso una carga en sus balances y que les forzó a tratar de acumular más capital y reducir el crédito. El Presidente Bush así como otros políticos trataron de apaciguar los ánimos a través de su actividad legislativa. Y justo cuando los mercados financieros estaban más desorientados que nunca, ya que no podían saber en dónde se concentraba el riesgo, las autoridades decidieron prohibir la venta corta, privando por consiguiente al mercado de la liquidez y la información que necesitaba más que nunca.

Si esto es *laissez faire*, ya me gustaría saber cómo es la intervención gubernamental. Si los políticos, los banqueros centrales y los funcionarios hubieran

intentado crear una crisis a propósito no hubieran podido adoptar un curso de acción más acertado. Pero imagino que simplemente se dejaron llevar, como los bancos de inversión. En cada paso del proceso, el gobierno ayudó a inflar la burbuja al menos con tanto entusiasmo como los *traders* de Wall Street. La única diferencia es que la capacidad del gobierno era mucho mayor.

Los errores esenciales cometidos por los políticos y las autoridades tampoco pueden hacer que se les culpe directamente de la crisis. La gente corriente, los inversores y los bancos cometieron grandes errores. Porque el banco central rebajase los tipos de interés drásticamente los hogares no debieran haber realizado compras a largo plazo asumiendo que los tipos se mantendrían en esos niveles para siempre. El gobierno podía hacerse cargo de las hipotecas de los hogares que ya no pudiesen pagar, pero nadie había forzado a nadie a comprar esas hipotecas. Incluso si las agencias de *rating* se habían aprovechado de su posición preestablecida para realizar sobreestimaciones de forma sistemática, esto no elimina la responsabilidad de cada individuo de pensar por sí mismo y examinar qué productos merecen la pena y cuáles son los riesgos asociados.

Quien no esté furioso con la conducta de muchos de los principales ejecutivos y *traders* es que simplemente no sabe lo que han hecho.

Los titanes de Wall Street, que habían justificado previamente sus estratosféricos salarios haciendo referencia a las extraordinarias responsabilidades que debían asumir, tras los hechos se limitaron a afirmar que habían tenido mala suerte, que no comprendían lo que había pasado, que no era culpa suya. Pelearon sin aliento para llevarse hasta el último dividendo que les correspondía cuando tuvieron que marcharse. Muchas instituciones de crédito se habían comprometido en préstamos absolutamente irresponsables, y los bancos habían establecido sistemas de retribución que hacían que sus empleados se centrasen exclusivamente en maximizar las ventas y los beneficios a corto plazo sin considerar los riesgos a largo plazo. Los inversores fallaron en crear instrumentos de intercambios líquidos facilitando una valoración adecuada de nuevos tipos de participaciones e instrumentos financieros. Los ejecutivos de AIG confiaron plenamente en sus modelos computerizados imperfectos que no tenían en cuenta lo inesperado, y sus jefes les permitieron cerrar tratos que no tenían mucho sentido.

Administraron el dinero de terceros con ligereza porque la estructura societaria de sus instituciones era endeble; la propiedad estaba distribuida entre un numeroso grupo de fondos que no ejercía una supervisión adecuada sobre todas las compañías en las que poseían intereses. Como Adam Smith afirmó ya hace mucho, esto favorecía que los ejecutivos se aprovechasen de las empresas en su favor y no en beneficio de los propietarios: «Sin embargo se puede esperar razonablemente que los directivos de este tipo de empresas, siendo los administradores del dinero de otros, debieran ser vigilados con la misma estricta

supervisión con que los socios en una asociación privada suelen vigilarse unos a otros».[262]

Existen compañías en las que la propiedad se hace presente o que sin ella han logrado desarrollar con éxito procedimientos internos de control o sistemas retributivos que aseguran el beneficio para los propietarios a largo plazo y el gobierno responsable. Pero, cuando no es este el caso, los problemas se permean a toda la organización al completo: desde el CEO hasta el empleado de menor nivel, todo el mundo ignora lo que va en mejor interés para la empresa. Jerome Kerviel, el joven *trader* francés de Société Générale, que hizo perder a su empleador alrededor de 5 millardos de euros (7,1 millardos de dólares), con una autoridad fuera de toda duda en consecuencia, ha explicado cómo las cosas pudieron ir tan lejos:

El problema reside en que el banco nunca te dice: «¡Cuidado chicos! El dinero con el que estáis jugando no es virtual. Al otro lado del ordenador, hay personas reales, con vidas de verdad, prestad atención a lo que hacéis porque les podéis hacer sufrir mucho». Todo lo que haces como *trader* se queda en el mundo virtual. Es como jugar a los juegos de ordenador. Perder o ganar unos cuantos millones solo se tarda unos segundos.[263]

Y, casi sin excepción, los ejecutivos y los accionistas contaban con que el gobierno y los contribuyentes acudirían al rescate cuando las cosas fuesen mal. Las grandes empresas fueron las primeras en acudir a los poderosos para que se olvidasen del libre mercado y del estado de derecho y salvasen sus operaciones. El director de la SEC recuerda cómo el CEO de un banco de inversión exigía que se suspendiesen todas las operaciones en todos los mercados bursátiles de los Estados Unidos, comparándolo a cómo Lincoln había detenido a personas sin juicio durante la Guerra Civil o cómo Roosevelt había internado a los japoneses en campos de concentración durante la Segunda Guerra Mundial: «Así es cómo América supera las crisis, y no podemos centrarnos en el respeto al estado de derecho».[264]

Esto es lo que te hace querer repetir las palabras del historiador de la economía Eli Heckscher, uno de los economistas más importantes de Suecia en el siglo XX:

Hay pocas cosas más repugnantes que la combinación de un amplio número de empresarios y compañías, que reclaman libertad e independencia en los buenos tiempos, y exigen suplicantes la ayuda del gobierno en forma de aranceles aduaneros e intervención pública tan pronto como las dificultades les prueban y su habilidad para solucionar sus problemas se testa.[265]

El principio debería ser la claridad, tal y como Heckscher concluía: O bien la compañía es viable y por lo tanto no necesita del apoyo del gobierno, o bien no es viable, y entonces no merece el apoyo del gobierno. Los empresarios que deciden

firmar un pacto con el diablo pronto se darán cuenta de que la contraparte es la parte más fuerte y que interpretará todos los términos y condiciones a su favor. El gobierno acogerá a los empresarios bajo su ala, pero el precio que habrán de pagar es que tendrán sus manos atadas. Abandonad toda esperanza a los que aquí entráis.

Un falso sentimiento de seguridad

Es un error esencial entender el mercado como racional y como una especie de equilibrio en el que toda la información y sabiduría están presentes en las decisiones. Los modelos económicos neoclásicos están repletos de asunciones poco realistas sobre los humanos y la economía, y deberían siempre estar señalados.

El mercado no es otra cosas que el millón de decisiones que se toman al producir, intervenir e invertir, y una mínima reflexión será suficiente para que nos demos cuenta de que no nos comportamos de acuerdo a los modelos de los manuales. Dado que conseguir información antes de actuar cuesta tiempo y dinero, y a menudo nos fiamos de nuestra intuición o copiamos lo que otros han hecho antes. Es por esto por lo que en el mercado existe un instinto de rebaño. Cuando parece que otros han tenido éxito haciendo algo y se han hecho ricos, tendemos a imitarles. Tras un tiempo, se hace evidente lo absurdo de este entusiasmo, y a menudo se transforma en miedo insuperable que nos deja a las puertas de la recesión.

Una conclusión que debemos extraer de estos hechos, sin embargo, es que los inversores, prestamistas, deudores, banqueros y *brokers* no son los únicos afectados. Los políticos, los funcionarios, los banqueros centrales son tan susceptibles como los demás de ser contagiados por el efecto rebaño, y ello no posee solo poder o influencia general, sino que tiene poderes coercitivos legales. Si actúas de un modo diverso al aprobado por ellos, te quitarán tu dinero y te meterán en la cárcel. Esto les confiere la facultad de guiar al rebaño y decidir su paso.

Ahora el rebaño reclama que necesitamos una regulación aún más estricta para que esto no vuelva a pasar. Hablar es gratis. Pero, si es tan fácil evitarlo, por qué las miles de páginas de regulación escritas tras las crisis anteriores no fueron suficientes para prevenir esta. De hecho, la historia de esta tormenta en los mercados financieros es la historia de cómo la intervención del gobierno tratando de solucionar crisis previas pone los cimientos para la siguiente. La Fed trató de que el dinero fuese barato a partir de 2001 para evitar la deflación y la depresión, y las economías emergentes exportaron capital, ya que habían sido perjudicadas al importar durante las crisis previas. Los *ratings* de crédito se volvieron exagerados al considerar las autoridades financieras que los *ratings* confirmados por el gobierno conducirían a unos niveles de riesgo estables. Las exigencias de capital

impuestas en Basilea provocaron el surgimiento de productos financieros exóticos y empujaron a los activos fuera de los balances de los bancos, y todo porque en Suiza se había querido hacer los bancos más seguros, ya que las garantías gubernamentales previas los hacían menos seguros. La nueva exigencia de vincular la tasación de los activos al mercado tenía como objetivo prevenir el engaño, pero en realidad tuvo el efecto de amplificar la caída y sirvió para noquear a los bancos de inversión. Y así podríamos seguir y seguir.

Nada parece más fácil que una legislación retrospectiva que se asegure que no se repitan errores particulares que han creado tanto caos. Pero, como los generales, los funcionarios solo luchan en la última batalla. Lo mejor que puede pasar es que logren que los agentes del mercado no cometan el mismo error que cometieron la última vez, esto es, el error que todo el mundo está tratando de evitar de cualquier forma. Y además crea toda una batería de nuevas medidas que agravarán la próxima crisis. No sabemos cuál será el origen de la próxima crisis. Incluso Isaac Newton, uno de los genios más grandes de la historia, perdió una fortuna en la burbuja del Mar del Sur. Ni incluso aquellos cuyo trabajo es hacer predicciones saben que va a ocurrir. Uno de los que mejor lo hace, el fundador del Instituto para la Investigación del Ciclo Económico, Geoffrey Moore, solía decir a sus alumnos que aquel que pueda predecir una recesión en el momento mismo de su inicio puede considerarlo ya un gran éxito.

Las empresas y los inversores no necesitan más funcionarios que miren por encima de sus hombros tratando de descubrir lo que están haciendo mal. Necesitan espacio para maniobrar y poder ajustar sus estrategias tan pronto como sea posible cuando reciben nueva información acerca de los cambios en la demanda, la competencia y el crédito. Nada hay más peligroso que un ansia excesiva por la seguridad, porque a causa de ello se podría legislar de tal modo que se imposibilite seguir el mejor curso de acción frente a la crisis.

Existe a día de hoy una peligrosa homogeneidad en el mercado que consiste en la confianza que muchos han depositado en los más avanzados modelos computerizados, que hacen que todos compren el mismo tipo de participaciones al mismo tiempo. Montones de datos históricos se procesan para identificar una posición en el mercado en la que el riesgo de perder dinero sea menor de un 1%. Sin embargo, incluso un riesgo de entre un 0,5% y un 1% de ser atropellado por un tren sería suficiente para que uno se abstenga de saltar la vía. El escritor Nassim Nicholas Taleb señala que es indiferente el grado de complejidad de los modelos, dado que el problema no es matemático sino histórico, por lo que no siempre enseña lo que va a pasar a continuación. De vez en cuando, es suficiente con el 0,5 a 1% de posibilidad, así el Lunes Negro, o una guerra o el colapso de Rusia, o los paquetes que resulta que lo que contienen no son realmente AAA, y acaba todo en un *crash*. Podemos hacer que nuestros modelos sean más precisos, pero esto solo

hará que aumente el riesgo al tiempo que aumenta nuestra confianza ciega en ellos. Diversificar el riesgo tampoco ayuda demasiado si, supongamos, la política monetaria expansiva hace que las acciones, la deuda pública y el mercado inmobiliario se muevan en la misma dirección. Esto es por lo que nadie que no tenga al menos una pizca de imaginación debería estudiar estos modelos. Como Warren Buffett nos prevenía, deberíamos estar «precavidos ante los *geeks* y sus fórmulas».[266]

Por las mismas razones también deberíamos estar prevenidos ante los burócratas y sus planes. Una legislación extensa que especifique lo que se puede hacer y lo que no ampliará la homogeneidad. Si el gobierno impide a los agentes del mercado el conservar acciones por debajo de un cierto *rating* de crédito, tendrá como consecuencia que todos vendan al mismo tiempo cuando las participaciones se rebajen a ese nivel. Si las exigencias de capital del gobierno favorece un cierto modo de gestión de los activos, todos los bancos actuarán del mismo modo y en consecuencia serán golpeados por el mismo tipo de problemas al mismo tiempo.

Después de cada crisis, las autoridades tratan de averiguar lo que ha funcionado mejor y entonces obligan a los actores del mercado a conformar su conducta a esta «mejor práctica». Todos estos intentos de hacer el mercado tan seguro como sea posible lo que han logrado es hacerlo extremadamente sensible ante pequeñas alteraciones y cambios. Como el Profesor Lawrence Lessig, de la Universidad de Stanford, concluye, un solo virus que se inocule en una monocultura bancaria pueda arruinar todo el sistema. Todas las desviaciones, diversidad y mutaciones se han eliminado siguiendo principios y regulación de prevención, lo que se traduce en que se ha erradicado cualquier posible resistencia.[267] En una conferencia celebrada en 2007, el director de gestión de riesgo de una compañía afirmaba que se sentía afortunado por no contar con demasiados datos acumulados en la gestión de riesgo, porque de ser así las autoridades les obligarían de inmediato a emplear esa información para elaborar modelos de riesgo y actuar de acuerdo a estos, antes que usar el sentido común y prever varios escenarios de riesgos futuros, que era lo que la compañía prefería hacer.[268]

Como los negocios se han globalizado de forma creciente, se ha producido un movimiento cada vez más enérgico para desarrollar una normativa internacional en relación a la reserva de capital, principios contables y *ratings* de crédito. Los políticos se han tenido que actualizar en orden a aumentar la estabilidad y la seguridad en este nuevo salvaje Oeste. Pero el resultado fue el mismo que el de las políticas nacionales: la homogeneización del modo en que los bancos y las compañías percibían el riesgo con independencia de su origen y a su ámbito de operaciones. En tanto las cosas marchan bien, esto genera paz y estabilidad, y hace las cosas sencillas para nosotros, los clientes. Pero hace que

todos compartan el mismo talón de Aquiles. La posibilidad que esa parte del cuerpo tan particular sea dañada es baja, pero cuando ocurre todo el mundo caerá al suelo del mismo modo en todos los países.

Todas las operaciones y rescates descabellados que se han puesto en marcha durante esta crisis harán que la próxima sea siete veces peor, con total independencia del efecto que pudiera haber tenido en el corto plazo para prevenir una caída libre. Los bancos y las empresas han aprendido que si actúan de modo similar al resto, al resto del rebaño, cuando las cosas se tuerzan es más probable que sean rescatados por el gobierno. Principalmente porque sus operaciones en el mercado alcanzan un volumen tal que el gobierno no puede permitirles caer. Aquellos que piensan de forma diferente y actúan a su manera no amenazan con causar una crisis sistémica y no deben esperar ayuda alguna. Un banquero prudente es aquel que es tan imprudente como los demás, de tal modo que cuando sufre una bancarrota él la sufre también, como se dice que Keynes afirmaba. La Comisión Europea está desarrollando un sistema de supervisión más estricto de las agencias de *rating*, que se han puesto en evidencia durante esta crisis. Habrá una regulación más restrictiva y las autoridades podrán revisar los *ratings* con los que no estén de acuerdo. Conceder a los gobiernos nacionales la facultad de *rating* de las compañías establecidas en sus territorios es obviamente una manera equivocada de luchar contra la inflación del *rating*, pero lo más peligroso es la creencia de que es posible establecer una correcta calificación para cada institución y cada participación a la que todo el mundo debería quedar vinculado. Todo lo que se conseguirá así es acelerar la imposición de la cultura *follow the leader*, tal y como predice *The Economist*:

Aumentando su vínculo con los mecanismos de regulación lo único que se va a conseguir es exacerbar estas contradicciones al aumentar las dificultades para nuevas incorporaciones y hacer que las agencias de *rating* parezcan aún más falibles. Mucho mejor hubiera sido menos regulación, más competencia y la exigencia de que los emisores de acciones facilitasen la misma información que proveen a las agencias de *rating* a todo el público. Entonces todo el mundo tendría la posibilidad que dicen querer: permitir a los inversores pensar por sí mismos.[269]

Si de verdad se quiere conseguir que las futuras tormentas financieras sean menos severas se debería estar haciendo lo contrario de lo que está haciéndose ahora. Deberíamos eliminar los salvavidas y quitar las redes de seguridad. Deberíamos eliminar los planes de rescate y los seguros de depósito, y así los bancos se verían forzados a considerar los riesgos que realmente pueden asumir y cuanto capital necesitan para cubrir esos riesgos. Deberíamos eliminar el papel de las agencias de *rating* para que los inversores tuvieran que pensar por sí mismos y decidir dónde poner su dinero. Deberíamos eliminar para siempre las protecciones

y garantías que el gobierno instrumenta para ahorradores e inversores, dejar algo de espacio para su sentido común y su responsabilidad. Aquellos que no tengan la confianza suficiente en sí mismos no deberían ni acercarse a los mercados de mayor riesgo.

Ninguna legislación ha tenido un efecto mayor sobre el sector bancario que la relativa al papel de «salvavidas» de los bancos centrales, ahora también los ministros de finanzas. Lo que esto ha enseñado a los principales actores financieros del mercado es que pueden asumir riesgos desproporcionados sabiendo que podrán privatizar las ganancias y socializar las pérdidas porque son demasiado grandes para que los dejen caer. La cuestión es que nunca habrían alcanzado sus dimensiones si no fuese por la propia red de seguridad. El capitalismo actual suele ser criticado por no ser sino un «casino económico». Pero al menos yo no conozco ningún casino en el que el presidente del banco central y el ministro de finanzas te acompañen cuando juegas a la ruleta y se ofrecen amablemente a cubrir cualquier pérdida. Si existiesen casinos así, estoy convencido de que todos nos dedicaríamos a apostar todo el tiempo y de forma más arriesgada de lo que hacemos hoy. Pero es así como funcionan las cosas en nuestros mercados financieros, especialmente ahora que el apoyo del gobierno y el seguro de los depósitos es más amplio que nunca.

El problema es que no tenemos una economía casino. Tomando una metáfora prestada del ámbito de la educación infantil, tenemos una economía helicóptero. Los padres helicóptero sobrevuelan constantemente a sus hijos, previniendo cualquier caída que pueda causar que se lastimen. Esto se traduce en que los chicos no crecen y aprenden a prevenir el daño por sí solos. Y, por ello, estos chicos eventualmente sufrirán caídas de mayor gravedad porque el riesgo es parte de la condición humana. La economía helicóptero se comporta de un modo similar. El gobierno sobrevuela los bancos y los inversores, asegurándose que no se lastimen demasiado, y arreglando cualquier desorden que puedan dejar tras de sí. Cuando ocurre un accidente, se recortan los tipos de interés, los bancos centrales amplían el crédito y se inyecta dinero de los contribuyentes. Los agentes del mercado nunca tienen que preocuparse por los riesgos, simplemente continúan con su conducta imprudente, y tarde o temprano se deslizarán por una pendiente que no habían previsto y nos arrastrarán a todos consigo.

El capitalismo sin bancarrota es como el cristianismo sin infierno, pierde su eficacia para motivar a los hombres a través del miedo a actuar con prudencia. Si eliminar la red de seguridad no es políticamente plausible, al menos es necesario hacer una división de tal modo que proteja solo a bancos implicados en operaciones simples, mientras que al resto de instituciones involucradas en operaciones financieras se le prevenga de que el gobierno se limitará a desearles buena suerte en caso de quiebra.

Independientemente de cómo se administre la política monetaria, siempre existirá la sospecha y la esperanza de que se usará para paliar los efectos de golpes a la economía con independencia de los costes a largo plazo. Desde la abolición de la vinculación del dólar al patrón oro por el Presidente Nixon en 1971, la puerta para la manipulación política de nuestro dinero permanece abierta. Creo que es esencial el reabrir la discusión sobre las alternativas a un sistema monetario politizado. Quizá deberíamos reintroducir el patrón oro y reemplazar los bancos centrales por un ordenador que ajustara automáticamente la oferta de dinero de acuerdo al crecimiento económico. O quizá deberíamos privatizar las divisas, como Hayek propuso, y así asegurar que la competencia mantiene a los emisores dentro de unos límites.[270] Este debate le parecerá un tanto bizarro a la mayoría de la gente, pero es porque se ha evitado la posibilidad, ya que el papel moneda controlado por bancos centrales independientes parecía una buena solución. Ahora sabemos que no. Puede ser útil recordar, en este contexto, cómo durante el periodo de libre mercado del siglo xix se permitió a los bancos suecos emitir su propio papel moneda. Per Hortlund subraya cómo durante los 70 años de vigencia no falló ni una sola emisión bancaria, ningún portador de billetes perdió ni tan siquiera una corona, y ningún banco tuvo que cerrar su ventanilla ni tan siquiera un día, un récord mundial de estabilidad bancaria.[271] El economista suizo Peter Bernholz nos ofrece «un estudio sobre 30 divisas que demuestra como ninguna que haya sido manipulada libremente por su gobierno desde 1700 ha disfrutado de al menos 30 años de estabilidad en los precios».[272]

Si eliminamos la maraña de apoyo, protección y exigencias gubernamentales, los inversores y ahorradores quedarían abandonados a su propia suerte y ventura. Y esto es duro. Pensar por uno mismo puede ser duro porque el ejercicio intelectual exige entrenar habilidades que pueden haber estado inactivas. Y es imprescindible. Considérese el caso del gestor de fondos de inversión Bernard Madoff, quien defraudó a sus ricos clientes la increíble suma de 50 millardos de dólares. A pesar de los fantásticos retornos ofrecidos por su fondo, los inversores institucionales se mantuvieron al margen. Uno de ellos explicaba cómo el fondo no ofrecía una imagen de seriedad «porque cuando estás en la página 2 de una *due diligence* de 30 páginas ya se han encendido 8 alarmas y dices "aquí no me meto"».[273] El fraude de Madoff no era muy complejo. Era una estafa piramidal, el engaño más viejo del mundo: sus beneficios no eran espectaculares, pagaba a los antiguos inversores con el dinero de los nuevos hasta que se acabó. Pero, ¿cómo tantos le confiaron a Madoff sus fortunas? Como muchas otras víctimas, el industrial textil Allan Goldstein señala que él confió en Madoff porque confiaba en el gobierno: «El gobierno nos ha fallado… Gestionamos nuestros asuntos de buena fe en la creencia de que la SEC nunca permitirá este tipo de fraudes».[274]

Prevenir el fraude es una de las principales obligaciones del gobierno, y la ley vigente prohíbe expresamente lo que Madoff hizo. La SEC no fue capaz de descubrirlo a pesar de una serie de denuncias e investigaciones, e incluso a pesar de que en 2005 un investigador envió un informe de 19 páginas defendiendo de qué se trataba, que Madoff estaba embarcado en una estafa piramidal. Muchos reclaman ahora más normas, pero la SEC no fue capaz, aparentemente, de hacer cumplir siquiera las que ya existen, y no es por vagancia. En 2008, la SEC así batió su propio record de casos investigados, y su presupuesto se ha incrementado en un 110% entre 2000 y 2009.[275]

Como investigador se puede extraer dos conclusiones contradictorias de esto. O bien sigues dándole tus ahorros a ese hombre tan simpático del «country club», confiando que las autoridades se volverán competentes repentinamente, priorizarán correctamente y evitarán cualquier intento de fraude, o bien asumes que los funcionarios siempre se van a andar con atajos, dejas de pensar que van a resolver todos tus problemas y ejerces la suficiente paciencia como para leer más allá de la página 2 de la *due diligence* antes de tomar tu decisión.[276]

Síndrome de Estocolmo

Algunos piensan que los políticos y los funcionarios son más sabios y clarividentes, con una visión a largo plazo, e impulsados por motivos más honorables que los millones de personas que toman decisiones y establecen los precios cotidianos en el mercado económico. El gurú de la izquierda sueca Göran Greider solía utilizar las crisis financieras para justificar un rol más fuerte del gobierno en el ámbito económico; lo que conduciría al «largoplacismo» y «a la democracia con poder».[277] Él y otros que piensan como él comparan a lo peor y más cortoplacista de entre los actores del mercado con el mejor y más ilustrado gobierno de los mundos posibles. Pero como el escritor e historiador sueco Vilhem Moberg ha dicho, «su fe en el gobierno como salvador se sustenta en una base puramente metafísica; no tiene nada que ver con lo que hemos experimentado hasta ahora».[278]

Aquellos que idealizan el gobierno no han entendido que los políticos y los funcionarios no tienen menos hipotecas y defectos que los actores del mercado. El anteriormente Comisario de la SEC Paul Atkins cree que la SEC fracasó en desarrollar un mercado abierto para las hipotecas titulizadas y los CDS porque estaba ocupada, sus recursos y su tiempo estaban dedicados a tratar de robarle poder a otras agencias del gobierno a través de la regulación cada vez mayor de los fondos de inversión e introduciendo nuevos tipos de supervisión en los fondos de pensiones.[279] Una de las razones por las que la regulación y supervisión del mercado financiero en los Estados Unidos está divido curiosamente entre la Reserva Federal, la SEC, la Commodity Futures Trading Commission, el Tesoro y

una panoplia de agencias gubernamentales se debe a que todas estas entidades informan a diferentes comisiones del Congreso, y los políticos no están dispuestos a renunciar a un ápice de una competencia que les garantiza suculentas donaciones electorales de compañías financieras y bancos.

Los países que negociaron los acuerdos de Basilea no trataron de configurar un sistema de reservas bancario racional; antes bien, pelearon por unas normas que favoreciesen sus bancos a expensas de los otros. A simple vista, lo que queda tras años de negociaciones es lo que una persona anónima pero con experiencia, dentro de una de las agencias internacionales reguladoras, calificó «como si se hubiese escrito la supervisión de un adulto». Y, tomando en consideración todo lo que las crisis financieras nos han enseñado sobre los fallos de los modelos de gestión de riesgos y de las agencias de *rating*, qué podemos decir cuando los más granado de la burocracia internacional ha concluido en Basilea II que se debe aumentar la importancia en la regulación de los modelos matemáticos y del *rating* de crédito.[280]

Aquellos que creen en el gobierno como salvador deberían estudiar no solo cómo puso los cimientos de la crisis sino también cómo actuó en el tumulto financiero subsiguiente: cómo la administración de los EE.UU. intentó aterrorizar a toda la nación, cómo cambió constantemente de estrategia, y cómo los *lobbies* de las empresas manipularon a los políticos. Deberían haber estado allí cuando el Secretario del Tesoro intentó evitar el escrutinio democrático y escamotear 700 millardos de dólares del Congreso, o también cuando los fabricantes de coches y las farmacéuticas fueron redefinidas como empresas financieras, y así poder beneficiarse de la protección de los inversores que el mismo Tesoro consideraba sin importancia.

Podrían hablar con Yves Leterme, que tuvo que renunciar como Primer Ministro de Bélgica después de que el Tribunal Supremo descubriese que el gobierno había tratado de influir en el proceso judicial relativo a la nacionalización de Fortis. Deberían preguntar a un satisfecho George Bush cómo se siente al haber conseguido no pasar a la historia como la presidencia bajo la que se produjo la quiebra de General Motors, simplemente traspasándole las deudas y problemas a su sucesor. Pero lo ideal sería para ellos mantener un encuentro con los que tienen que sufrir las contradicciones propias de la política. El antiguo Comisario europeo Mario Monti ha descrito cómo los ministros de finanzas de la Unión Europea acostumbraban a visitarle en Bruselas. Le explicaban que habían prometido a sus votantes que concederían subvenciones a las empresas locales, pero que sabían lo nocivo que esto era para la economía; y luego solicitaban de Monti que declarase dichas ayudas ilegales bajo la legislación europea antimonopolio. Esto permitía a los ministros volver a casa y culpar a la Unión Europea por no poder cumplir con sus promesas. «Estoy seguro que hoy siguen haciendo lo mismo», dice Monti.[281]

Los bancos eliminaron activos de sus balances y tuvieron que asumir extraordinarios compromisos financieros cuando tuvieron que incluirlos de nuevo. Lo que recuerda poderosamente a lo que el Congreso hizo con Fannie Mae y Freddie Mac: Las GSE se sacaron el presupuesto federal para mejorar los números, pero ahora que están de nuevo incluidas cuestan cientos de millones de dólares. Tanto los políticos como los agentes del mercado tienen una acusada tendencia al cortoplacismo. La diferencia es que los últimos pueden lidiar con ello, dado que son millones y compiten entre ellos, no como los políticos, que son un reducido número. En el mercado aquellos que son capaces de ofrecer un negocio beneficioso a largo plazo son los que tienen la capacidad de atraer inversores. Si una compañía muestra cómo el beneficio será mayor en 10 años, la gente querrá poner su dinero ahí hoy, tendrá la capacidad de reunir capital y el precio de sus acciones se elevará. Existe todo un arsenal de mecanismos en el mercado a disposición de los que plantean estrategias a corto plazo: si el mercado sobrevalora una acción, se puede vender a corto; si el mercado se centra excesivamente en los informes por trimestres para apreciar el modelo de negocio de una compañía, esa compañía puede renunciar para centrarse en el crecimiento a largo plazo.

Los políticos encuentran más difícil abstraerse del cortoplacismo porque, si una administración realiza una inversión hoy para que rinda diez años después, se tiene que justificar que la gente hoy soporte una carga para que dentro de diez años otra administración rentabilice el resultado. Y, al contrario, si inundas a los votantes de hoy de dinero barato y acumulas déficit, ganarás su afecto, mientras que la siguiente administración deberá dar cuenta de por qué existe una crisis financiera y asumir las consecuencias. Como el economista austriaco Ludwig von Mises concluyó acerca de los gobiernos del mundo:

Han vendido sus almas al diablo a cambio de dinero fácil. Es una gran alegría para todo gobierno el que puedan hacer felices a sus ciudadanos simplemente gastando. Para la opinión pública el éxito es atribuible a ellos. El inevitable colapso que ocurrirá después será una carga sobre los hombros de sus sucesores.[282]

Esto no tiene nada que ver con los políticos que están ahora en el poder o el país en el que estén. Este libro trata principalmente de los Estados Unidos, ya que su economía tiene tal dimensión que sus errores pueden hacer que se tambalee la economía mundial. Pero historias similares pueden contarse de muchos, muchos otros países.

Así por ejemplo, los políticos norteamericanos no son los únicos en haber creado instituciones hipotecarias para «rebajar los intereses hipotecarios y que la gente corriente pudiese conseguir el hogar de sus sueños». De hecho esta frase está tomada de la ley sometida al parlamento sueco por el Partido Social Democrático, que se enorgullece de la SBAB, la corporación hipotecaria sueca propiedad del

gobierno. Con el apoyo del gobierno, SBAB ha relajado progresivamente los requisitos impuestos a los deudores en el mercado sueco. El primero fue ofrecer una hipoteca que cubriese hasta el 95% del valor de la vivienda, y prestar dinero para cubrir toda la entrada. En conjunto, SBAB ha reducido el tipo de interés en alrededor del 0,4%. Ha atraído nuevos compradores al mercado, lo que ha reforzado la tendencia alcista de los precios. SBAB ha concedido numerosos préstamos por el 100% del valor de la vivienda, que no serán capaces de recuperar hasta dentro de muchos, muchos años.[283]

Al aproximarse la crisis, el gobierno sueco intensificó sus intervenciones. El gobierno de derechas decidió en marzo de 2008 comprometer 5 millardos de coronas (840 millones de dólares) para hipotecas garantizadas por el gobierno destinadas a aquellos que «habían estado cerca de calificar positivamente para un crédito». Y esto era seis meses después de que Jim Cramer, de la CNBC, hubiese profetizado el Apocalipsis en los mercados y que el CEO de Countrywide se hubiese referido a un colapso del mercado inmobiliario que recordaba a la Gran Depresión. A cambio del pago de una tasa, el gobierno sueco se comprometía al pago de intereses anuales de hasta 100.000 coronas (16.900 dólares). Diversas agencias y organizaciones comentaron la propuesta del gobierno, advirtiendo que se abría la puerta a colectivos sin solvencia que podían recibir hipotecas que podrían no estar en disposición de afrontar a largo plazo. Pero el ministro de finanzas, Mats Odell, rechazó las críticas al afirmar: «Soy el responsable de proporcionar viviendas al Reino de Suecia, y esto quiere decir que mi trabajo es conseguir que cada vez más gente tenga un hogar».[284]

A finales de mayo de 2008, cuando el mercado hipotecario de los Estados Unidos estaba en caída libre y Bearn Stearns había arrojado la toalla, la oposición socialdemócrata criticó la garantía gubernamental por no ser suficientemente extensa. A los socialdemócratas no les parecía bien que los deudores tuviesen que pagar por la garantía del gobierno.[285]

Para que no quepa error posible: hay también empresas que sacrifican la viabilidad a largo plazo por las ganancias a corto plazo, pero este tipo de empresas ha intentado disfrazar esta realidad y pretender cierta sostenibilidad y productividad a largo plazo, ya que es lo que están demandando aquellos que les van a confiar su capital. Y existen también muchos políticos que sacrifican el corto plazo para acometer aquello que es mejor para la sociedad a largo plazo, pero así mismo tienen que pretender que buscan la ganancia inmediata, ya que es lo que aquellos que les votan esperan de ellos.

Una diferencia importante puede apreciarse en cómo reaccionan los otros. Cuando los empresarios y altos directivos hacen mal su trabajo, son despedidos. Cuando los políticos y autoridades hacen mal su trabajo, sin embargo consiguen acumular más poder. Como Ministro de Finanzas, Gordon Brown logró para el

Reino Unido un conjunto de leyes financieras de poca eficacia; como Gobernador de la Fed, Ben Bernanke convenció a sus colegas para crear una burbuja inflacionaria como medio de evitar una crisis; como Secretario de Estado de Vivienda, Andrew Cuomo hizo todo lo posible para que se concediesen hipotecas a personas que no podían permitírselas. Tras el estallido de la burbuja, Brown, Bernanke y Cuomo fueron promovidos a otros cargos en los que tendrían más poder y podrían así salvarnos del caos que ellos mismos habían contribuido a crear. Después de que las autoridades gubernamentales hayan ayudado a generar la peor crisis financiera en generaciones, el clima de ideas dominante se inclina en la dirección de un gobierno más amplio y activo.

Esta situación recuerda de forma dramática a la conclusión de Ludwig von Mises en 1949, cuando muchos culparon de la recesión a los mercados libres y se respondió cerrándolos:

La opinión pública ha llegado a convencerse que este tipo de eventos son inevitables en una economía de mercado libre de obstáculos. La gente no entiende que de lo que se quejaba era de la necesaria consecuencia de unas políticas dirigidas a la rebaja de los tipos de interés a través de la expansión del crédito. De forma obstinada mantuvieron estas políticas e intentaron en vano luchar contra sus consecuencias no deseadas a través de más y más intervención del gobierno.[286]

Crea una crisis y la gente te dará más poder para luchar contra ella. A esto lo podríamos calificar de «síndrome de Estocolmo» de la política, o nuestra progresiva dependencia de nuestros secuestradores para hacernos desarrollar una relación con ellos y ponernos de su parte contra el resto del mundo. Lo que no funciona del mismo modo en el mundo de la empresa: relájate con la competencia y estás perdido. No importa si una operación es popular, que los gestores crean que marcha bien, o que los clientes la adoren. No se sobrevive a menos que se aporte algo más que la suma de las materias primas, componentes, ideas, capital o trabajo de lo que la cosa esté hecha. Y perecerá incluso así si nadie entiende lo que ha pasado. Los políticos que venden cerdo no pueden esperar ser reelegidos; los carniceros que venden cerdo no pueden permitirse caer en bancarrota.

Esta es la razón por la que el economista austriaco Joseph Schumpeter identificó la destrucción creativa como el núcleo del capitalismo. La competencia entre empresas y la libertad de elección de los consumidores implica que las operaciones menos «buenas» son constantemente purgadas y los recursos se redirigen a concepto de negocio y operaciones con mejores perspectivas. Mucha gente hoy considera la recesión como una crisis del capitalismo. No lo es. Es una crisis tan solo para determinados capitalistas, y se pone en evidencia que un determinado número de modelos de negocio no funciona. Este es un dato relevante. La economía de mercado se caracteriza en ocasiones como un sistema de maximización del beneficio, pero el beneficio no es lo único que importa. Las

pérdidas son al menos igual de importantes. Necesitamos saber qué funciona y qué no. Cualquier sistema es capaz de poner en marcha proyectos y gastar una enorme cantidad de recursos en implementarlos. El sector público es muy bueno en esto, al igual que las economías planificadas. Una clave del éxito, no obstante, es parar a tiempo.

Hablando con propiedad, el problema no es el descalabro que estamos experimentando actualmente. El problema fue el *boom*, porque fue entonces cuando se hicieron malas inversiones basadas en una inflación oculta y en previsiones desproporcionadamente optimistas. El descalabro es la cura: es cuando se eliminan operaciones que no funcionan y se permite que el capital y el trabajo se emplace allí donde es más eficaz y puedan así comenzar a levantar la economía. Cuando el mundo entero es golpeado por la crisis al mismo tiempo y uno no puede apoyarse en los mercados de otros continentes para salir de ella, el que las economías domésticas posean cierto grado de flexibilidad es más importante que nunca. Todo lo que sea evitar que los precios de los activos sobrevalorados caigan retrasará la recuperación. Las bancarrotas obviamente implican problemas para aquellos que están vinculados, pero para la sociedad es el único modo de separar el trigo de la paja y asegurarse el crecimiento a largo plazo. Quizá dicho así suene despiadado, pero es de hecho el único modo de minimizar el coste humano y financiero de los modelos de negocio que ya han dejado de funcionar. Una crisis es una oportunidad de librarse de la basura que se interpone en el camino de nuevas ideas y proyectos, y no para acumular más basura. Obviamente hubiera sido más conveniente que muchas de las reorganizaciones y cierres se hubiesen producido antes, durante el *boom*, para evitar que nuestras sociedades se viesen sacudidas por todas las restructuraciones al mismo tiempo. Pero de nuevo cómo explicarle esto a aquellos que decían que no era razonable ni justo que las empresas redujesen su plantilla e hiciesen sus operaciones más eficientes en tiempos de bonanza y cuando los beneficios eran altos.

El problema de la presente forma de gestión de la crisis reside en que los políticos, que tienen un interés a corto plazo consistente en maximizar los votos, se esfuerzan por que las empresas adopten también su visión cortoplacista. País tras país se adopta ahora la misma vieja solución y se inyecta capital en empresas que han dejado ya atrás su futuro, como las empresas automovilísticas. No se debe culpar a estas empresas de todos los problemas. En tiempos de contracción del crédito todo el mundo encuentra grandes dificultades para conseguir crédito y los consumidores se quedan en casa. Pero estos problemas afectan a todo el mundo por igual, y cuando el gobierno decide elegir a algunas empresas individuales o industrias esto no es gratis. Las subvenciones habrán de ser costeadas por otras empresas a través de impuestos más altos o préstamos gubernamentales, lo que conduce en último término a impuestos más altos para todos. Estas otras empresas

sufren al final situaciones de las que no pueden ser responsabilizadas. La única diferencia es que se les obliga ahora a soportar el golpe por los problemas de otros.

El apoyo del gobierno a las empresas no es un modo de salvar puestos de trabajo, como se nos quiere hacer creer. Es un medio de traspasar puestos de trabajo de buenas compañías a malas. Implica que las compañías más eficientes tienen acceso a menos capital, que pocos podrán comprar sus productos y que tendrán que pagar más impuestos. Dificulta que las compañías puedan comenzar a expandirse y contratar, y reduce el incentivo para conseguir crédito y solucionar los problemas de forma independiente. Es un modo de prolongar la recesión y de estar en una situación más delicada cuando finalmente se supere de lo que de otro modo se estaría.

Como Secretario del Tesoro, Hank Paulson estaba bajo el hechizo de la lógica política cortoplacista y se dedicó a darle dinero de los contribuyentes a todo el que se movía (o que hubiera dejado de moverse). Pero en 1990 él estaba en el sector privado y no limitado por las perspectivas políticas. Entonces advirtió a los japoneses que su política de rescates a cargo del dinero de los contribuyentes les hacía propensos a una recesión más larga con empresas *zombie* que serían incapaces de reactivar el mercado del crédito y de ampliar sus operaciones, o contratar nuevos empleados. O, en las palabras que empleó entonces, «es un gravamen para tus mercados y tu sociedad no dejar que las instituciones fracasen».[287]

La segunda vez como comedia

Existe un amplio consenso de que el camino hacia la crisis financiera se pavimentó con un bajada récord de los tipos de interés, enormes déficits y un consumo a gran escala basado en el crédito. A día de hoy, los gobiernos a lo largo y ancho del mundo están tratando de solucionar la crisis, a través de bajadas récord de los tipos de interés, déficits desproporcionados y el consumo a crédito. Muchos ahora afirman que el recorte inédito de tipos de interés de la Fed durante el periodo 2001-2005 contribuyó a la crisis. Muchos observadores piensan ahora que fue imprudente que Alan Greenspan recortara los tipos de forma tan drástica sin preocuparse sobre el *boom* de crédito que podría ocasionar. Sería más aceptable la postura de estos moralistas si a día de hoy no reclamasen de los bancos centrales el que hiciesen exactamente lo mismo. Greenspan simplemente quiso evitar la depresión y la deflación del único modo en que podía. Persiguiendo el mismo objetivo, evitar la depresión y la deflación, los bancos centrales del mundo están ahora mismo recortando los tipos de interés significativamente más rápido de lo que el lo hizo sin preocuparse del *boom* inflacionario que podría originar. El sentimiento, las intenciones y los argumentos son los mismos: ahora estamos en medio de una crisis, ya nos preocuparemos del mañana cuando llegue; a largo

plazo todos estaremos muertos.

Fue Karl Marx el que dijo que la historia se repite a sí misma, primero como tragedia y luego como comedia. Pero nunca habría adivinado que el intervalo puede ser de tan solo 8 años.

No se sabe cuándo todo esto acabará, pero se atisban nubarrones en el horizonte. Los bancos y las instituciones financieras han sido total o parcialmente nacionalizadas. Los gobiernos han intervenido para salvar los sistemas financieros y pronto deberán revisar sus compromisos. Pero, ¿qué va a pasar si varios gobiernos deciden vender al tiempo? Vamos a ver participaciones del gobierno a largo plazo en el sector financiero con el riesgo que eso implica de préstamos a los políticos predilectos, negocios locales y también nacionales, lo que no solo distorsionará la competencia, sino que llevará a futuras pérdidas. La historia demuestra claramente que lo único peor que la propiedad privada es la propiedad pública. Los políticos de muchos países europeos ya han comenzado a demandar de forma sutil que los bancos deberían prestar principalmente de empresas domésticas. El proteccionismo financiero creciente supone arrojar más arena en los engranajes del sistema financiero. Se corre el riesgo de que el capital sea bloqueado tras las fronteras nacionales, con lo que no podrá acudir al rescate cuando sea necesario en otro lugar.

Como los países occidentales acumulan déficits cada vez más amplios, han comenzado a escrutar el mercado en busca de capital, lo que se traduce en que las empresas y los países en desarrollo no serán capaces de conseguir ninguno. Los programas públicos de empleo se están justificando mediante alusiones a las doctrinas keynesianas acerca del papel del gobierno como estímulo de la economía. En ausencia de demanda privada, el gasto público ocupa su lugar y pone en marcha el ciclo económico. Pero Keynes desarrolló sus tesis durante la Gran Depresión y las pensó como un medio de poner en marcha de nuevo una economía estática. Era mucho más escéptico respecto a que el empleo público pudiese emplearse para controlar el ciclo económico. En 1942 advertía: «No son capaces de una organización ágil, y por encima de todo lo que se haga no puede ser deshecho más tarde».[288] De hecho, las consecuencias aplazadas pueden reforzar el giro de la tendencia y llevar la economía a un sobrecalentamiento y a una nueva crisis. Además, muchos se podrían preocupar si ven al gobierno sobrerreaccionar, ya que lo interpretan como una señal para dejar de consumir, pues piensan que tendrán que pagar las consecuencias en el futuro. La acción inicial para estimular la demanda parece tener un efecto limitado. El economista de Berkeley Alan Auerbach recoge en un análisis sumario que «existen pocas evidencias de que estas actuaciones hayan ayudado eficazmente a la estabilización de la economía, si es que han servido para algo».[289]

La Oficina Presupuestaria del Congreso calcula que tan solo el 7% de lo

gastado en el programa de estímulo de la economía de Barack Obama beneficiará de algún modo a la economía durante el presente año presupuestario. Más de la mitad del gasto en carreteras se sustanciará después de cuatro años. Los analistas creen que la economía comenzará a mostrar síntomas de mejoría a finales de 2009 o en 2010. Las acciones de estímulo del gobierno tendrán consecuencias mucho después.[290] Y por supuesto los proyectos que se han puesto en marcha de forma extraordinariamente rápida son viejos proyectos reutilizados. Como algunos economistas críticos han subrayado, estos eran proyectos «que habían sido presentados, revisados y rechazados» por las autoridades.[291] O, dicho de otro modo, el *boom* subsiguiente reforzará la deuda ya ingente del gobierno para financiar proyectos que, calificados previamente como inapropiados, harán emplear un dinero que se sustrae así de las empresas más competitivas, destruyendo sus posibilidades para contratar más trabajadores.

El resultado difícilmente podrá ser un giro rápido de la economía, sino una ola de inversiones equivocadas y mayor endeudamiento para muchos países. Y ¿quién comprará todas las obligaciones de los gobiernos necesarias para financiar la deuda pública cuando las cuentas públicas están cada vez más tocadas? Existen síntomas de que los inversores han comenzado ya a dudar: la subasta de deuda pública ha comenzado a flaquear en algunos países y los compradores demandan mayor retorno en los Estados Unidos. Los grandes países comienzan a sentir la fuerte tentación de usar sus imprentas de billetes para pagar la deuda con inflación. El último hombre de Estado que se confesó como converso al keynesianismo fue el Presidente Richard Nixon en 1971. El fuego inflacionario que creó causó el colapso del sistema monetario y los Estados Unidos acabaron congelando los salarios. Los intentos del mundo occidental por controlar el ciclo económico ha acabado en estanflación, desempleo e inflación al mismo tiempo. E implica perder una década.

Existe otro riesgo, menor pero letal. Los economistas Fredrik Erixon y Razeen Sally, de la institución de libre mercado en Bruselas, ECIPE, advirtieron de que los rescates y las acciones de apoyo de los gobiernos a gran escala nos hacían correr el riesgo de que se repitiese lo ocurrido en la década de los 70. Cuando un país apoya a su industria del acero o automovilística el resto se ve afectado, y cesarán las importaciones de ese país.[292] Ya hemos comenzado a ver los primeros síntomas. Los programas de estímulo de los EE.UU. incluyen una cláusula a tal efecto que prevé que los productos clave empleados en los proyectos deben ser adquiridos de fabricantes estadounidenses, y el primer ministro británico Gordon Brown habla de trabajos británicos para los trabajadores británicos. El presidente Nicholas Sarkozy ha alentado a los fabricantes de coches franceses ha cerrar las fabricas de Europa Central y del Este a cambio de apoyo del gobierno, y el primer ministro de Eslovaquia ha respondido que si Francia actúa

así lo primero que hará será devolver el gas natural de la compañía francesa Gaz a París.[293]

Los primeros tiros ya se han producido en lo que podría acabar siendo una guerra a escala global en el comercio. Y esto acabaría haciendo que la crisis actual pareciese una fiesta en comparación. Una economía global en la que el más simple de los productos tiene componentes de hasta 30 países diferentes se colapsaría. Cientos de millones de personas acabarían en la pobreza. Toda comparación con la Gran Depresión sería irrelevante. El hecho es que todos los que tienen que tomar las decisiones saben de esto, con lo que muy probablemente no acabemos así, pero incluso las menores reformas de la libertad de comercio o conflictos irrelevantes sobre aranceles pueden causar gran sufrimiento y retrasar la recuperación.

En la vuelta del gobierno, la escalada de la deuda pública, el apoyo a las viejas corporaciones, el riesgo de la inflación y el proteccionismo, se percibe un cierto aroma a lo que pasó en los 70. Pero, ¿y si fuera posible un final feliz a pesar de todo? Los 70 desembocaron en los 80. Los gobiernos habían puesto los cimientos para una crisis económica con controles, subvenciones públicas e impuestos, y estaban convencidos de que el único medio de solucionar la crisis era a través de más controles, más subvenciones públicas y más impuestos. La gente puede pensar lo que quiera sobre el clarividente y desinteresado modo en que el gobierno podría solucionar todos nuestros problemas, en tanto en cuanto no lo vean hacerse realidad. Pero cuando los políticos concentran el poder y comienzan a conducirse como propietarios esas ideas ya no son posibles. El desempleo y la inflación se elevan a niveles record y más y más recursos se destinan a actividad que ha fracasado previamente. Entonces, las alternativas comenzaron a aparecer como plausibles y vuelve la idea de que las perspectivas de los políticos son limitadas. El resultado fue la liberalización y la privatización. Tal y como he tratado de demostrar, la crisis actual es en muchos casos resultado de no haber roto con la mentalidad de 1970 y la aspiración del gobierno como supervisor, regulador, auxilio y apoyo.

Cada vez que los pueblos han visto las auténticas consecuencias de la intervención gubernamental a gran escala, el hechizo se ha roto. La aspiración por la liberación revive nuevamente. Solo queda por ver cuánto nos lleva darnos cuenta de que la visión que tiene el gobierno es limitada, y qué tormento tendrán que sufrir nuestras sociedades mientras tanto.

VII.
¡UPS! LA HEMOS VUELTO A LIAR

Locura es repetir los mismos errores esperando diferente resultado.

Alcohólicos Anónimos, 1981

Todos los políticos, bancos centrales y reguladores del mundo desarrollado se pasaron los años 2008 y 2009 repitiendo: «Esto no puede volver a pasar». Con «esto» hacían referencia a la crisis financiera que casi se lleva por delante la economía mundial. Se diferenciaban en las soluciones que proponían pero había algo que todos tenían en común: los bancos no pueden asumir otra vez el alto grado de riesgo que asumieron al acumular activos exóticos en grandes cantidades durante el final de la burbuja inmobiliaria. Las instituciones financieras deberían, por el contrario, centrarse en inversiones libres de riesgo y acumular liquidez para nunca incurrir en pérdidas.

¿Cuál es, entonces, la protección definitiva contra toda crisis? La deuda pública. El consenso económico tras el colapso financiero consistía en que los bancos debían prestar más dinero a los gobiernos. Los políticos y reguladores sometieron cuantas voluntades fue necesario y promulgaron nueva legislación para hacer que esto fuese una realidad.

En el capítulo final de la primera edición de este libro —el capítulo 6—, escribí: «Si las necesidades de capital de los gobiernos favorecen cierto tipo de activos, todos los bancos seguirán esa pauta y por lo tanto todos se verán afectados por el mismo tipo de problemas al mismo tiempo... Después de cada crisis, las autoridades investigan lo que funciona mejor y obligan a los actores del mercado a conformarse a estas "prácticas idóneas". Todos estos intentos de hacer del mercado un lugar seguro lo que consiguen es hacerlo extremadamente sensible a los pequeños cambios y alteraciones».

Desde 2009, esta advertencia se ha comprobado a escala continental. Los gobiernos europeos aseguraron a los bancos que las inversiones en deuda pública estaban exentas de riesgo, que no requerían de respaldo de capital adicional y que eran necesarias. En relación a los requisitos de capital tal y como fueron redactados en Basilea III, el acuerdo para los estándares globales regulatorios establecía como respuesta a la crisis financiera la obligación para los bancos de incluir más bonos estatales en sus balances. Los bancos, como era previsible, se cargaron de bonos. Cuando el Banco Central Europeo prestó a las instituciones financieras 442 billones de euros en junio de 2009, emplearon la mitad de esa cantidad en hacerse con más deuda pública.

A finales de 2010, los 90 bancos europeos más grandes habían prestado más de 760 billones de euros a Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España. Al tiempo que escribo estas líneas, el sistema bancario europeo se encuentra al borde del colapso debido a las pérdidas de estas mismas emisiones públicas.

El problema no es la valoración errónea de unos activos concretos, esto ha pasado antes y volverá a pasar. El problema ahora es la falsa concepción extendida de que los reguladores pueden proteger los mercados financieros del riesgo simplemente decidiendo lo que es menos arriesgado, y haciendo que todo el mundo camine en la misma dirección. Esto hace que todos los bancos presenten las mismas debilidades. Si la defensa falla todos caerán juntos.

Una tragedia griega

La crisis del euro ha seguido la pauta de la crisis financiera de 2007-2008 de forma casi mimética: ambas fueron el resultado del dinero barato, una peligrosa homogeneidad y la promesa de rescate. Cuando los problemas comenzaron a aparecer, el Estado de Derecho y la previsibilidad de la burocracia fueron sustituidos por la conducta errática y contradictoria de los legisladores que hizo imposible para los inversores el planear estrategias a largo plazo.

Pero las autoridades europeas no habían comenzado a regular a favor de los bonos gubernamentales en 2009. Sus interpretaciones de los requisitos asumidos en los anteriores acuerdos de Basilea asumían que la exposición de un banco que poseyese deuda soberana de su propia moneda era de cero. Ni tan siquiera los bonos de gobiernos calificados como AAA- o AA- requerían de un capital adicional para cubrirlos. La regulación en América era similar: los bancos debían poseer capital para cubrir sus inversiones pero no era necesario en el caso de deuda soberana. Incluso para bonos de países con una pobre calificación eran auxiliados de este modo. La deuda de, por ejemplo, Brasil, Rusia o Turquía, no requería más de un 4% del valor del bono en capital, cuando préstamos a compañías con la misma calificación requerían ser garantizados con alrededor de un 8% de capital. «Este el corazón de la crisis y creo que es la mayor estafa contable de la historia», decía Hans Hoogervorst, presidente de la Organización Internacional de Estándares Contables, en una conferencia en septiembre de 2011.

Los mercados comenzaron a ignorar las importantes diferencias entre los gobiernos de la Eurozona al considerar los riesgos de la deuda pública ¿Por qué? Porque existía una presunción generalizada de que si los gobiernos más débiles comenzaban a no responder de sus obligaciones, los gobiernos más fuertes de la Eurozona los rescatarían. La deuda pública estaba favorecida por la legislación y las exigencias de capital, y garantizada además por ser esencialmente demasiado grande como para caer.

No existían garantías formales de que un gobierno en problemas fuese a ser

rescatado. De hecho, los políticos insistían en que tal cosa no ocurriría nunca. Pero los mercados atienden a lo que haces y no a lo que dices. Todo el sistema estaba construido en base a la promesa de rescates. Los bancos europeos podían comprar deuda pública de cualquier país europeo y emplearla como colateral para nuevos préstamos de su banco central. El banco consideraba todas las emisiones de deuda pública por igual. Esto comenzó a ser un fuerte síntoma de lo que podría ocurrir si las cosas se torcían.

Antes de la creación de la Zona Euro, los inversores solían seguir con atención la trayectoria financiera de los gobiernos europeos. Si los países tenían un historial de insolvencia y morosidad los mercados les exigirían un interés más elevado para prestarles. El sistema del euro cambió la situación. Ahora países tradicionalmente derrochadores como Grecia y España estaban bajo la protección del crédito alemán, y todos los gobiernos podían tomar dinero a préstamo a un bajo interés.

Los tipos de interés comenzaron a converger en 1995, anticipándose a la nueva moneda única adoptada cuatro años después. En ese momento el tipo de interés de un bono griego a diez años era del 18 por ciento, los italianos estaban al 12 por ciento y Portugal y España recibían dinero a préstamos a un 11 por ciento, comparado con el 7 por ciento de Alemania. El tipo de interés que penalizaba la irresponsabilidad fiscal era un poderoso incentivo para tomar dinero préstamo en exceso. Pero en 2005 el interés que ofrecían todos estos países estaba por debajo del 4 por ciento. Esto se consideró como un triunfo para el euro. El presidente del Banco Central Europeo, Jean Claude Trichet, se vanagloriaba. «Los bonos siguen pautas comunes», señalaba en una conferencia en Nueva York, «y solo una pequeña parte a día de hoy puede explicarse de acuerdo a riesgos particulares».

Pero a fuerza de tratar de acabar con los riesgos particulares, los grandes estrategas europeos solo consiguieron alentar a los más irresponsables. Ahora los gobiernos podrían sobrevivir con, e incluso añadir, una gran cantidad de deuda sin necesidad de acometer reforma alguna. Muchos del los países del sur de Europa perdieron terreno en el ámbito de las exportaciones, especialmente en comparación con los países asiáticos, pero no respondieron liberizando los mercados o incrementado la competitividad para estimular la productividad. Antes bien, se limitaron a importar más, aumentando el tamaño de sus gobiernos y sus sueldos.

De 1997 a 2007, los gastos de los gobiernos de España, Grecia y Portugal aumentaron a un ritmo de alrededor un 6 por ciento anual, mientras que el crecimiento de la población se mantenía estable. Crecía a un 4 por ciento en Italia aun cuando su economía se contraía. A mayor abundamiento, los costes laborales, una importante medida de la competitividad, aumentaron exponencialmente en Italia, Grecia, España y Portugal. De 2000 a 2009 los costes laborales en Grecia aumentaron en un 32%, considerando la inflación, en Italia el 32%.

Esta «línea de trabajo» daña seriamente las exportaciones y el crecimiento, máxime considerando que la economía más importante de la Eurozona, Alemania, estaba ocupada con la reforma del mercado de trabajo mientras mantenía los costes laborales contenidos. Portugal, Italia y Grecia compraban más que vendían y pagaban gracias a préstamos privados y públicos. Entre 2000 y 2010, Portugal aumentó su deuda pública en relación a su PIB de un 49% a un 93%, Italia de un 109% a un 118% y Grecia de un 103% a un 145%.

Algunos de los gobiernos que están experimentado la crisis en estos momentos no fueron tan imprudentes en la gestión de sus finanzas públicas. España e Irlanda, de hecho, redujeron su deuda pública antes de 2008. Pero el sector privado lo compensó con creces tomando dinero a préstamo sin límite. Cuando el BCE creó la Eurozona con un único tipo de interés a corto plazo, el nivel era demasiado bajo para estos países de muy rápido crecimiento y contribuyó a inflar la burbuja inmobiliaria. Cuando estalló también lo hicieron los bancos de estos países. Irlanda cometió el error de garantizar todos sus fondos, lo que arruinó las finanzas públicas.

Cuando los mercados financieros tocaron fondo en 2008, los bancos tuvieron que reducir su exposición. La deuda se percibía de nuevo como arriesgada, causando una crisis de la balanza de pagos severa para diferentes naciones. Grecia, Portugal e Irlanda fueron rescatadas por sus socios europeos, pero esto solo incremento sus obligaciones y extendió las dudas sobre su solvencia a largo plazo.

Cuando aparecieron las dudas sobre grandes economías como la italiana o la española, los mercados comenzaron a considerar que ni incluso la todopoderosa Alemania podría rescatar a todos. El interés del bono alemán a diez años en 2012 estaba por debajo del 2%, pero la convergencia de la que alardeaba Trichet había sido destruida por la historia: el interés del bono español a diez años era del 5,3%, el italiano del 5,6%, el irlandés del 8%, el portugués del 12% y el griego de un increíble 33%.

Esta crisis del balance se podría haber solventado si los precios y salarios se hubieran reducido a los niveles de hace 10 años antes de que fuesen inflados. La austeridad habría reducido las importaciones, aumentado las exportaciones y atraído el capital extranjero. Pero la hiperregulación de los mercados de trabajo impidió que los costes laborales descendiesen con la suficiente agilidad en la mayoría de las economías en crisis, excepto en Irlanda y los países del Báltico. Mientras tanto los rescates y las compras de deuda publica promovidos por el Banco Central Europeo a Italia y España rebajaron la necesidad de implementar reformas. En Italia los costes laborales aumentaron durante los primeros años de la crisis.

Oficialmente, los tecnócratas de la Eurozona insistían en que nunca se rescataría a un país miembro en problemas. Pero en cuanto Grecia se encontró en

problemas fue rescatada (2 de mayo de 2010). El presidente del Banco Central Europeo, Trichet, insistió en que la disciplina fiscal seguiría en vigor y que nunca se aceptarían bonos calificados como basura como garantías para un préstamo. Su férrea posición duró hasta el 3 de mayo de 2010.

La confianza de los mercados se vio aún mas debilitada por los «test de estrés» , evaluación financiera de la salud bancaria del continente practicados durante los veranos de 2010 y 2011. Sin embargo, concedieron un estatus prematuro de solvencia a dos entidades que caerían posteriormente: el Banco Allied Irish, que se hundió en 2010, y Dexia, que lo seguiría al año siguiente.

No fue tanto que los gestores de la Unión Europea no hiciesen nada, sino que se movieron en todas direcciones a la vez. La UE lo arregló con la concesión de un crédito sindicado suscrito por inversores privados concedido a Grecia, pero que requirió de una gran cantidad de persuasión y dialogo. Primero, el riesgo asumido por los acreedores se fijó en el 21%, después en el 50% y ahora parece que podría ser incluso más. Cuando estas condiciones asustaron a los inversores que se temieron que deberían aceptar pérdidas en las emisiones de otros países, la UE volvió a cambiar de dirección. A finales de 2011, los principales líderes insistieron en que Grecia era una excepción y que los suscriptores privados de las emisiones de deuda pública no deberían soportar pérdidas en las futuras reestructuraciones de la deuda soberana.

A pesar de lo que la UE diga hoy, no tenemos ni idea de que tipo de normas o intervenciones tendrán lugar mañana. Estas son las peores condiciones para la inversión. «Es imposible invertir examinado los datos reales y el potencial de los diferentes activos», me decía un banquero británico. «En su lugar hacemos dinero tratando de adivinar cómo actuarán los políticos y los bancos centrales».

Los futuros historiadores de la economía se asombrarán de cómo los líderes europeos transformaron un pequeño problema de liquidez de Grecia en un posible colapso de dimensiones continentales en tan solo dos años. La Unión Europea podría haber dejado que Grecia entrase en suspensión de pagos. Podría haber sido terrible para algunos bancos, pero tan amarga medicina hubiera supuesto un gran incentivo para el futuro y la predictibilidad antes que incertidumbre.

En su lugar se procedió al rescate de Grecia, y desde entonces se ha instalado un clima de incertidumbre política. ¿Cuáles son los bancos mas expuestos? ¿Se darán más rescates a Grecia, uno tras otro, o se dejará que finalmente entre en suspensión de pagos? ¿Se rescatará el siguiente país de la fila? ¿Deberán los inversores privados soportar las pérdidas? No puede entonces sorprendernos que sumidos en esta atmosfera de inseguridad los problemas de Grecia se hayan confundido en las mentes de los inversores con países que no son insolventes sino que carecen de liquidez, como Italia o España.

En lugar de hacer frente a los problemas y limitar las pérdidas, Europa ha

continuado con una apuesta del doble o nada. Justo antes de las Navidades de 2011, el Banco Central Europeo prestó 489.000 millones de euros a los bancos europeos por tres años con un interés del 1%, y lo amplió con otros 530.000 durante febrero de 2012. El Banco Central Europeo está ahora fuertemente apalancado. No harían falta muchas pérdidas en los préstamos a los bancos y los gobiernos del Banco Central para que el capital de este se perdiese y el BCE tuviese que rescatarse a sí mismo. Ese dinero quizá salvó a Europa de la falta de crédito en el corto plazo, pero también animó a los bancos a empezar a prestar de nuevo a los gobiernos. Tal y como el optimista presidente francés Nicolás Sarkozy describió, «los bancos italianos podrán tomar prestado al 1% mientras que el gobierno de Italia lo hace al 6 o 7%. No hace falta ser analista financiero para darse cuenta de que el Estado italiano podrá acudir a los bancos italianos para financiar parte de la deuda a un interés mucho menor».

Así que esta es la solución de la Eurozona al problema de los bancos que prestaban demasiado dinero a los gobiernos: que presten todavía más. Si las instituciones financieras se mostraban reacias, el banco central les prestaría más dinero, garantizado por las imprentas y los contribuyentes, a fin de que se confiasen un poco.

La única solución posible a largo plazo para esta crisis es la disciplina de mercado. Si las entidades financieras supieran que han de soportar las pérdidas en caso de que sus inversiones y préstamos se vean comprometidos serían más prudentes con su dinero. Las economías en crisis del sur de Europa necesitan reducir sus costes aumentando la edad de jubilación, la liberalización de los mercados productivos y laborales para aumentar el crecimiento, reducir los salarios y los precios a niveles competitivos. Y deberían transformar su realidad del peor de los mundos posibles en el ámbito de los impuestos societarios (Italia es el 170 de una lista de 183 países en la categoría de impuestos corporativos, de acuerdo al Banco Mundial).

Pero la Unión Europea no está preparada ni resuelta a obligar a los gobiernos a vivir de acuerdo a sus posibilidades, y las garantías exigidas crecen paulatinamente. Dado que Alemania no está dispuesta a apoyar a gobiernos imprudentes, ha decidido imponer una fuerte disciplina sobre las políticas de gasto de los países del sur de Europa. La corriente actual parece conceder el poder de inspeccionar los presupuestos de los gobiernos democráticos a burócratas de Bruselas no elegidos democráticamente e imponer castigos económicos a los que incumplan.

¿Qué ocurre con los líderes que se resistan? Deshacerse de ellos parece ser una respuesta dramática. La *troika* europea ya ha conseguido desbancar del poder a los líderes elegidos de Grecia e Italia retrasando acuerdos y suspendiendo temporalmente la compra por parte del BCE de bonos soberanos. ¿Quién los ha

reemplazado? Tecnócratas que se han comprometido a hacer lo que sea necesario: «Lo que realmente hace falta es que se suspenda la democracia por un periodo de entre 18 a 24 meses para adoptar las difíciles medidas que son necesarias», declaraba uno de los líderes italianos al *Financial Times*.

Este proceso de proporcionar dinero a las economías más débiles para luego asumir el control de sus políticas es el equivalente de darle a nuestro hijo adolescente una tarjeta de crédito para seguirlo a continuación a todas partes y asegurarnos que no la usa de forma irresponsable. Es casi seguro que en algún momento se desatará un caos de humillación y resentimiento.

La desaparición de las fronteras y barreras al comercio en Europa tras la Guerra Fría ha sido un hecho extraordinario. Tras un siglo, el xx, de guerra y genocidio, concluir en una situación de paz y unidad ha sido un triunfo cooperativo.

Pero no todas las formas de cooperación contribuyen al espíritu comunitario. Si implica una lucha de poder por quien ha de llevarse dinero de la caja común o quien toma las decisiones por otros, entonces puede crear tensión y hostilidad. Ahora mismo es Alemania la que paga y decide, lo que esta generando resentimiento tanto en los que dan como en los que reciben. Los griegos e italianos tienen que asumir duras medidas de ajuste, aumento de impuestos y desempleo, y las decisiones se toman a medias entre Bruselas y Berlín. Los manifestantes reclaman que la Unión Europea se vaya de Grecia y la embajada de Alemania en Atenas ha sido cubierta con esvásticas en varias ocasiones, mientras que carteles con la efigie de Angela Merkel han sido pintados con el bigotillo hitleriano. El primer ministro griego ha llegado a declarar que la crisis en Grecia tiene su origen en el robo de las reservas de oro griegas por Alemania durante la Segunda Guerra Mundial.

En cambio es ahora posible para la otra parte hablar de los europeos del sur como vagos y corruptos. «Vended vuestras islas, griegos insolventes, y la Acrópolis también...», se leía en un titular de uno de los periódicos de mayor circulación en Alemania, *Bild*, como encabezamiento de un artículo que entrevistaba a miembros de la coalición a la cabeza del gobierno alemán.

Estamos reviviendo algunos de los peores momentos de la historia moderna de Europa. Los revolucionarios, los populistas y los nacionalistas están ganando terreno. Y esto es tan solo el comienzo de la crisis. Los años venideros verán aún más recesión y austeridad, si no un desplome brutal. ¿Qué ocurrirá si se producen bancarrotas de los gobiernos, los bancos se hunden y la gente deja de cobrar sus cheques de la Seguridad Social o sus sueldos? ¿Qué ocurre en las democracias sin tradición en las que no se confía en los políticos?

El sistema bancario de partes del sur de Europa subsiste tan solo por los préstamos baratos del Banco Central Europeo. La insolvencia junto a los requisitos

regulatorios sobre el capital están forzando a los gobiernos a encogerse hasta dimensiones desconocidas. Morgan Stanley prevee una reducción del apalancamiento de los bancos europeos en torno a un 1,5-2,5 trillones de dólares. Esto incluirá un recorte en préstamos de hasta 1 trillón de euros. Los hogares no podrán pedir prestado, y las pequeñas y medianas empresas verán cancelados los préstamos que requieren para permanecer en el mercado.

Los bancos y gobiernos europeos están enrocados en una situación letal. Los bancos se encuentran en una mala situación en parte porque han prestado demasiado a gobiernos desesperados. Los gobiernos se están debilitando con cada rescate bancario, aumentando progresivamente los riesgos para las dos partes. «Parece que hemos inventado una máquina infernal que ahora no podemos apagar», declaraba un alto funcionario de Alemania a la conclusión de una cena en Bruselas a finales de 2011.

Un problema ya es suficiente

En septiembre de 2011 en el encuentro anual del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial celebrado en Washington D.C., el ministro francés de Finanzas, Francois Baroin, tuvo muchas dificultades para poder explicar el sistema del euro. Al conversar con los periodistas, Baroin declaró que era harto difícil para los americanos comprender cómo una divisa podía funcionar dependiendo de tantos parlamentos, para añadir que los Estados Unidos parecían tener suficientes problemas solo con una.

La deuda pública de los países de la Eurozona se sitúa en torno a un 85% de su PIB, mientras que la deuda pública de los EE.UU. ha cruzado ya el umbral del 100%. Los Estados Unidos tienen un déficit presupuestario superior al de España, Portugal, Italia y Grecia, y su deuda aumenta más rápido. Si atendemos tanto al déficit como a la renovación de antiguos préstamos, el gobierno de los Estados Unidos ha tomado prestado alrededor de un 30% de su PIB en 2012. Con fines comparativos podemos situar las cifras de Italia en el 24%, la de Portugal en el 22%, España en el 21%, Grecia en el 17% e Irlanda en el 14% de su PIB.[294]

Baroin parece que pudiera tener razón. El Congreso está demasiado dividido como para ponerse de acuerdo en muchas cosas, especialmente en lo tocante a «meter» la tijera en programas secundarios. Los demócratas no van a recortar el gasto en Seguridad Social, lo que ahorraría mucho dinero sin dañar el crecimiento. Los republicanos protegen el gasto militar y las exenciones fiscales, aun cuando estas últimas crean un sistema fiscal con incontables zonas grises. Y el presidente Obama parece paralizado en cuantas decisiones son pertinentes para asegurar la supervivencia a largo plazo del país.

Incluso aun dándose las mejores condiciones posibles, los republicanos y los demócratas parecen incapaces de ponerse de acuerdo, como demuestra el fracaso

del denominado supercomité en noviembre de 2011. Este grupo bipartidista del Congreso se suponía iba a acordar medidas para reducir el déficit público en al menos un 0,6% del PIB en un periodo de 10 años. Esa cantidad equivale a menos de un 3% de lo que el gobierno federal gastaría durante ese mismo periodo. Los miembros del comité poseían poderes excepcionales: cuando el Congreso votase sus propuestas no podrían ser alteradas ni por enmiendas ni bloqueadas por filibusteros.[295] Tenían, asimismo, un fuerte incentivo: si fracasaban se aplicarían fuertes recortes en los programas de defensa y salud para compensar. Sin embargo, tras tres meses de trabajo, el supercomité anunció su fracaso.

Al tiempo que escribo estas líneas, los mercados se muestran más confiados que nunca en las perspectivas para Norteamérica —mucho más de lo que cabría esperarse—. El gobierno es capaz de colocar sus emisiones a un interés tan bajo que marca un récord, y los inversores parecen más dispuestos a enviar su dinero a los Estados Unidos cada vez que los acontecimientos hacen temer por la economía mundial. Después de todo, si América se hunde, lo más probable es que el resto de países hayan colapsado antes. Lo más probable es que si la economía americana se desploma completamente, el resto de economías nacionales lo habrán hecho anteriormente. Los Estados Unidos son todavía considerados como refugio seguro, sus emisiones son las que poseen una mayor liquidez de todo el mercado, y el dólar continúa siendo la divisa de reserva para el resto del mundo.

Pero si la crisis nos ha enseñado algo es que las percepciones pueden cambiar rápidamente. Dado que los préstamos del gobierno de los Estados Unidos deben ser renovados —de media— cada cinco años, los Estados Unidos están muy expuestos a cualquier cambio en la demanda de los mercados. Incluso imprimir dinero no sería de gran ayuda: los acreedores se darían cuenta inmediatamente de que el gobierno les está pagando en dólares que no valen mucho y a cambio demandaría un interés aún mayor. O dicho de otra manera, los Estados Unidos están sentados sobre una bomba fiscal de relojería.

Barry Eichgreen, uno de los mayores expertos mundiales en sistemas monetarios y reserva de divisas, advierte de que si no se actúa, los inversores comenzaran a percibir la deuda de los Estados Unidos, a partir de cierto momento, como un esquema de Ponzi:

Si la historia nos enseña algo, es que este escenario no surgirá de forma gradual sino de repente. Inversores anteriormente confiados se despertarán una mañana y concluirán que la situación ha alcanzado un punto sin retorno. Se retirarán en multitud. Los tipos de interés en los Estados Unidos alcanzarán cotas desconocidas. El dólar se desplomará.

Los Estados Unidos sufrirán la misma crisis que Europa en 2010 pero ampliada. Estos hechos no van a ocurrir mañana. Pero la experiencia de Europa nos recuerda que tenemos menos tiempo del que pensamos para tomar las

decisiones que eviten esta situación.[296]

Una aproximación tradicional a la reducción de una cantidad ingente de deuda es la de «crecer tu salida». Pero a los niveles actuales eso requeriría de unos ratios de crecimiento inconcebibles. En orden a mantener los ratios actuales de deuda en relación al PIB, durante la próxima década, Francia necesitaría de un índice de crecimiento nominal, incluyendo la inflación, de un 4,6%, Italia de un 5,4%, los Estados Unidos de un 5,9%, Gran Bretaña de un 6,4% y Portugal de un 13,2%. Si quisiéramos que los niveles de deuda se redujesen a un nivel más seguro, de en torno a un 60% del PIB, Francia necesitaría crecer a un 6,4% anual durante una década, Italia un 9,2%, los Estados Unidos al 8,9%, Gran Bretaña a un 6,6%, y Portugal al 19,9%.[297]

La deuda es un lastre para el crecimiento, ya que el ansia de los gobiernos por acaparar recursos deja poco a las familias y a la empresa privada. Impuestos más altos, inflación e incertidumbre política contribuyen lógicamente al resurgir de la deuda. Tras investigar la experiencia de 44 países durante los últimos 200 años, los economistas Kenneth Rogoff de Harvard y Carmen Reinhart del Instituto Peterson para la Economía Internacional, fundado en 2011 por la Oficina Nacional de Investigación de Economía, concluyeron que cuando la deuda pública es mayor del 90% del PIB, el crecimiento desciende en torno a un 1%, y el crecimiento medio incluso más.[298]

La situación podría ser incluso peor aún dado el nivel aún mayor de deuda que las dinámicas demográficas están inflingiendo en planes de pensiones poco preparados y sistemas de seguridad social. En los Estados Unidos, el número de trabajadores por jubilado se estima que disminuirá de los 4,5 actuales a 3 en 2035. Mientras que en la UE, de los 3,5 actuales se pasará a 2 en ese mismo año. Tendremos menos trabajo y menos ingreso fiscal para pagar más pensiones y cuidados médicos.

Como es tradición durante una recesión, los gobiernos de los Estados Unidos, Gran Bretaña, Europa, y algunos mercados emergentes, han inundado el mercado de dinero barato en una escala mayor de lo nunca visto, con paquetes de estímulo, tipos de interés al cero, gran relajación cuantitativa. Pero el precio del dinero tiene sus consecuencias. Si es demasiado bajo, los fondos de pensiones y las compañías de seguros no pueden cumplir con sus objetivos y previsiones, y los inversores comienzan a buscar el beneficio en los rincones «más exóticos» del mercado. Se da mucha liquidez pero sin perspectivas de buenas inversiones, el dinero fluye hacia mercados emergentes e infla la burbuja allí, las burbujas se traducen en activos y recursos y aumenta los precios de comida y energía globalmente. Todo esto hace la vida más difícil a las poblaciones que sufren de desempleo o recorte de los salarios.

El Fondo Monetario Internacional considera que el dinero fácil es necesario

para la economía, pero afirma también que está llevando a los Estados Unidos y otras economías ricas a tomar decisiones crediticias irresponsables que podrían amenazar a la estabilidad financiera. En un informe reciente, el FMI advierte que «el periodo sostenido de intereses bajos ha fomentado que algunos inversores, especialmente los que tienen objetivos que cumplir, asuman más crédito, liquidez estructural y coyuntural y duración del riesgo, así como aumento del apalancamiento para asegurar el retorno».[299] Si los legisladores persisten esta política de dinero fácil, podría resultar en un exceso de crédito que acabe dejando los balances vulnerables a una nueva recesión.[300]

Dado que los bancos están todavía pidiendo, sin ser muy propicios a prestar, bajos tipos de interés, la situación se traduce en que más crédito se está desviando a oscuros canales no financieros, el sistema bancario en la sombra, en el que las grandes corporaciones pueden financiarse con facilidad. El *Financial Times* resumió los resultados de esta política en septiembre de 2011: «Las grandes compañías obtienen capital con demasiada facilidad, mientras que las pequeñas compañías no obtienen ninguno».[301]

El camino chino a la nada

Entre 2007 y 2012, las economías más ricas del mundo crecieron a un ritmo del 3%. Durante ese mismo periodo, los países en desarrollo crecieron al 30%, la India a un 45%, y China a casi el 60%. O en otras palabras, mientras que América y Europa sufrían, las economías emergentes se recuperaban con prontitud, continuaban creciendo con consistencia y reducían la pobreza aún más. Ha sido un proceso impresionante, tal que refuerza la creencia extendida de que un giro en el centro de gravedad económico se está produciendo del oeste al este.

Parte de este proceso es el resultado de la liberalización de las economías de países con ingresos bajos y medios, lo que les ha permitido aprovecharse de las ventajas de los mercados internacionales y de las nuevas tecnologías. Pero parte es también el resultado de los paquetes de estímulos gubernamentales y de la consiguiente burbuja financiera. La última vez que pasó, el dinero fácil infló una burbuja inmobiliaria gigantesca. Ha vuelto a ocurrir en esta ocasión, en los mercados emergentes, pero todavía no ha estallado, al menos en la mitad del mundo.

Considerada por algunos el motor de la economía mundial, China es el ejemplo paradigmático de esta catástrofe fiscal por desatarse. Durante los próximos seis años, China aumentará su número de rascacielos en un 87%. Desde la crisis de 2008 el precio de las propiedades ha aumentado en un 60%. Se han doblado en algunas de las ciudades más prósperas y la inflación comienza a afectar a los bienes de consumo, empujando al gobierno a continuar con sus políticas. «Dinero, dinero por todas partes». Patrick Chovanec, economista de Beijing,

declaraba es una entrevista reciente acerca de la situación, «con coches de lujo y joyería cara, los chinos están disfrutando de lo que parece ser un *boom* imparable».[302]

China, en otras palabras, está ebria de dinero fácil como resultado de la agresiva respuesta del país a la crisis financiera. Además de la recepción de flujos monetarios desde el oeste, China ha impreso dinero y ha creado sus propios paquetes de estímulo. Y aun con todo el principal estímulo se debe a los gobiernos locales. Algunos cálculos sugieren que las compañías de propiedad estatal han incurrido en hasta 1,7 trillones de dólares de deuda para adquirir activos e infraestructuras; una suma que podría doblarse si se incluyen obligaciones futuras.[303] Este gasto local es unas seis veces mayor que el paquete de estímulo en sí mismo.

Podemos encontrar puentes y carreteras nuevas que llevan a ningún lugar y complejos de viviendas vacíos por toda China. En agosto de 2010, la mayor compañía energética China reportó que más de 65,4 millones de residencias no habían consumido electricidad alguna en los últimos seis meses. Se pueden encontrar ciudades fantasma, como el nuevo y lujoso centro urbano de Ordos, en el norte de China, en el que miles de edificios permanecen vacíos. Los precios de la vivienda se doblaron en tres años. En ciudades como Shanghai y Pekín, los apartamentos se venden por el equivalente a 30 años del sueldo medio anual. En comparación, en los Estados Unidos, antes de que estallase la crisis de las subprime, se vendían por el séxtuplo de los ingresos medios anuales. Los precios de las propiedades se han encarecido tanto que el gobierno de Shanghai fomenta el entierro en el mar.

Muy pocos chinos tomaron dinero a préstamo para comprar una vivienda, lo que tranquiliza a muchos inversores extranjeros sobre la situación. Sin embargo, los promotores se endeudaron para construir, y los gobiernos locales y las compañías propiedad del Estado han visto su pasivo aumentar para sostener el estímulo. Dado que muchos de estos proyectos carecen de un interés comercial a largo plazo, esta deuda es muy difícil que pueda verse satisfecha. Y dado que ahora los gobiernos locales dependen de la venta de tierra en más de la mitad de sus balances, la recesión tendría consecuencias también políticas.

China también tiene su propia versión de sistema bancario en la sombra, consistente en un conjunto de instrumentos opacos de prestamos de estos gobiernos locales que le ha permitido conseguir prestamos baratos de los bancos para poder aumentar todo tipo de gasto. Algunos cálculos cifran en más de 10.000 estos instrumentos opacos pero nadie lo sabe a ciencia cierta. En contadas ocasiones han planificado estrategias para devolver la deuda, solo para conseguir más dinero, que es una necesidad frecuente para poder completar sus proyectos. «En el pasado, los bancos chinos podían perpetuar estos ciclos de forma

indefinida», explica Charlene Chu de *Fich Ratings* en Pekín. «Pero a día de hoy no poseen ya las grandes reservas de efectivo que solían acumular. No veo cómo todo esto no evitar crear un serio problema tarde o temprano».[304]

Una de las peores consecuencias del crédito destinado a los gobiernos es que sobredimensiona los gobiernos y favorece a sus empresas a expensas de la competencia. Este super estímulo es también responsable de lo que los chinos denominan «guokin mintui»: «el Estado avanza a medida que el sector privado se retira». El gobierno cada vez más hace un uso torticero de la legislación y elige a los ganadores, al tiempo que aumenta la discriminación contra las empresas de iniciativa privada tanto extranjeras como domésticas. Esto es de especial gravedad a la luz del hecho de que las empresas de propiedad pública de China requieren de una urgente reforma. Si consideramos el bajo interés al que toman dinero a préstamo y el acceso a suelo barato, es más probable que estén destruyendo capital en su proceso productivo.

Muchos piensan que China será el motor de la economía mundial durante los próximos años. Pero si sumamos al *boom* de la construcción y a la ausencia de reformas la dependencia de las exportaciones de China de los mercados débiles de Europa y Estados Unidos, tenemos razones para preocuparnos. Las economías que crecen a un 10% pueden permitirse algunos accidentes de vez en cuando. Pero cuando el crecimiento se detiene la situación puede volverse catastrófica. En 2011, los intentos del gobierno chino de reducir la inflación y restringir el crédito comenzaron a ralentizar la economía. Los precios de las propiedades ya habían comenzado a caer, y la venta de suelo se había desplomado. Por miedo a las consecuencias el gobierno trata ahora de insuflar nuevo aire a la burbuja.

Con todo, China no es la única economía emergente que ha confiado en el dinero fácil en los últimos años. Muchos han experimentado un flujo de entrada de capitales a corto plazo del extranjero a medida que en Occidente se reducía el precio del dinero. El rápido crecimiento en el crédito doméstico —especialmente en el sector inmobiliario— puede amenazar la estabilidad financiera. Una turbulencia inesperada o una crisis política, y el dinero desaparecería de repente y desencadenaría un *crash* y una crisis de la balanza de pagos en países como la India, Brasil o Turquía.

En conclusión

La crisis de deuda global creciente no es realmente una nueva crisis sino una continuación, ya que nunca resolvimos los problemas financieros. Las deudas que eran insostenibles en 2008 no se han vuelto menos insostenibles a día de hoy porque se han trasladado a los gobiernos; la diferencia es que lo que antes era una crisis del sector privado ahora se ha convertido en una crisis del sector público. En lugar de dejar caer a los bancos y empresas, los gobiernos los han auxiliado y

rescatado. En lugar de dejar que los precios de los activos volviesen a los niveles en los que los mercados estarían interesados en comprar, los bancos centrales inflaron los precios con tipos de interés del 0% y crédito fácil. El resultado es que los mercados no pueden operar normalmente. Los inversores están aterrorizados ante las nuevas perspectivas, especialmente ante el riesgo de que a los gobiernos se les acabe el dinero.

El economista alemán Hans Werner Sinn ha comparado este estado alarmante de cosas con errores pasados en la administración de situaciones con tipos de interés populares: «Esto también nos recuerda los tiempos en los que los gobiernos trataban de mantener tipos inapropiados o usaban sus reservas para estabilizarlos temporalmente, causando mayores problemas a la larga». Sinn escribió esto en un artículo en octubre de 2011 en la web del Centro para la Investigación de la Política Económica Vox. «Un escenario escalofriante es aquel en el que cada nuevo avance de la crisis vacía aún más los bolsillos de los inversores hasta que estos se quedan sin nada».

Los inversores ya no ponen el dinero atendiendo a las mejores ideas o las mejores posibilidades de negocio, sino que emplazan su dinero tratando de predecir cuáles serán las próximas decisiones de los líderes de la Eurozona o qué hará la Reserva Federal: «Hemos pasado de una política económica a una economía política», señalaba Kent Janer del fondo de inversión sueco Brummers. Ya no se trata de un mercado en el que la oferta y la demanda establecen los precios, sino de un proceso político en virtud del cual los gobiernos toman esas decisiones. ¿Apoyarán la producción de esto o de aquello? ¿Cuánto? ¿Por cuánto tiempo?

En un clima de incertidumbre, a menudo la mejor opción es mantenerse al margen y esperar antes de hacer cualquier movimiento. Los bancos han depositado más de 600 billones de dólares en el Banco Central Europeo a un interés ridículo porque no se atreven a hacer algo con ese dinero. Otro 1,6 trillón de dólares se enmohece en los depósitos de la Reserva Federal.

Concluía la primera edición de este libro con la esperanza de que las consecuencias de la intervención a gran escala de los gobiernos inspirarían una reevaluación de nuestra situación. En los Estados Unidos esto ha ocurrido mucho antes de lo que imaginaba. Los rescates han provocado la ira popular. La explosión de deuda ha extendido la creencia en lo insostenible de las situaciones presentes. Pero de momento, estas corrientes de opinión no se han traducido en acción política. Nuestros gobiernos continúan jugando con fuego y las garantías gubernamentales se aseguran con más dinero fácil y mayores promesas.

Los bancos y sus deudores salieron de la crisis de 2008 bajo la impresión de que siempre estarían apoyados por los gobiernos. Si no se producen cambios drásticos esta idea cundirá. Y dado que los bancos son conscientes de que serán

rescatados si cometen errores, los gobiernos tienden a regularlos para evitar que cometan errores. Antes que conceder a los bancos la libertad para que cometan errores y la responsabilidad de actuar por su cuenta, los gobiernos están haciendo lo contrario: ayudando a los bancos al tiempo que los atan de pies y manos.

El sector financiero se está hiperlegislando. En 2011, las compañías de servicios financieros a nivel mundial estaban sujetas a una media de 60 disposiciones cada día. Esta media se ha incrementado en un 16-20% anual desde 2008, lo que refleja el triunfo de la esperanza sobre la experiencia.[305] Como ya hemos visto, nuevas crisis son con frecuencia el resultado de regular crisis previas, un ciclo que refuerza el comportamiento de manda en los mercados financieros.

Esta no es ya una crisis financiera o una crisis de deuda. Esta es una crisis de gobernanza, una crisis política. Esto no se debe a políticas monetarias laxas, garantías o a una regulación que haya contribuido en gran parte a la situación actual o a una huida hacia adelante junto a la ausencia de reformas en profundidad en Europa. Es una crisis de los gobiernos. Los inversores no confían en que los políticos vayan a poner sus finanzas en orden y a producir crecimiento económico, y los votantes se han vuelto incluso más cínicos que los políticos que les prometieron de todo y que no pueden cumplir su palabra.

Al mismo tiempo, los políticos y las autoridades están asumiendo cada vez más poderes para lidiar con los problemas que ellos mismos crearon. Esto nos recuerda la tesis de Milton Friedman sobre la historia natural de la intervención de los gobiernos:

Al final, los efectos son exactamente los opuestos de los objetivos de los reformadores y generalmente no alcanzan a cumplir con las prioridades. Aun así, la actividad está tan firmemente establecida y hay ya tal cantidad de intereses comprometidos que rechazar la legislación inicial es inconcebible. En su lugar, la nueva legislación busca solucionar los problemas creados por la anterior y así nace un nuevo ciclo.[306]

MIS DEUDAS

El término «crédito» tiene mucho que ver con confiar en alguien, y, antes que nada, debo un caluroso agradecimiento a Sven Hagströmer y Mats Qviberg por creer en este libro y proporcionar el apoyo financiero para que haya sido posible escribirlo. Y además cuando el mercado financiero estaba paralizado. A esto es a lo que yo llamo confianza.

También quiero dar las gracias a Mattias Bengtsson, Sofia Nerbrand y Thomas Gür, quienes de maneras diferentes me dieron la idea para este libro, aunque solo uno de ellos tenía noticia de lo que estaba pasando al tiempo que conversábamos. Y en menor medida gracias también a Nicholas Sarkozy, que me hizo tomar conciencia de que debía escribirlo al realizar algunas sorprendentes e inusuales declaraciones.

Anders Hjemdahl y Camilla Andersson me ayudaron a concretar una idea, y Eva Helmenius me orientó en la dirección adecuada al tiempo que mi energía comenzaba a agotarse. Mis nuevos amigos y mi editor sueco, Hydra, Björn Elzén y Barbra Bohannan, convirtieron este proyecto en lo que se dice es la vida en el parqué de los mercados: una aventura vertiginosa, entusiasta y con un final feliz.

Muchas personas fueron lo suficientemente generosas como para escuchar mis historias, leer parte de los manuscritos y formular comentarios valiosos, crítica constructiva e ideas sugerentes. Gracias a Mattias Bengtsson, Häkan Borg, Mats Ekelund, Fredrik Erixon, Marius Gustavson, Teodor Koistinen, Peter Norberg, Cecilia Skingsley y Mattias Svensson. Vuestra amabilidad y ayuda merece una AAA.

A todos los lectores de mi blog y colegas que han contribuido, como siempre, con ideas, sugerencias y críticas de un modo generoso solo espero que mi libro sea en cierto modo muestra de mi agradecimiento. Gracias también a una innumerable cantidad de fuentes anónimas. Espero haber «anonimizado» lo suficiente vuestra identidad para evitar que este libro os cause daño alguno.

Mi agradecimiento más profundo es para mi querida Sofia, cuya paciencia es casi sobrehumana con la cafetera haciendo ruido a las horas más intempestivas de la noche y con mi dedicación a las finanzas globales por encima de las finanzas del hogar, y también para los cuatro abuelos de Alexander. Si no fuese por su ayuda con la varicela este libro nunca hubiese estado acabado a tiempo.

BIBLIOGRAFÍA

Acemoglu, Daron, y otros, «Al Presidente de la Cámara de los Representantes y al presidente pro tempore del Senado», carta al Congreso, 24 de septiembre de 2008: http://faculty. chicagogsb.edu/john.cochrane/research/Papers/ mortgage_ protest.htm.

Amaral, Pedro, y Jacobson, Margaret, «Why Some European Countries and Not the US?», en *Economic Trends Articles,* Federal Reserve Bank of Cleveland, 2 de diciembre de 2011.

Appelbaum, Binyamin, D. Leonnig, Carol y S. Hilzenrath, David, «How Washington Failed to Rein in Fannie, Freddie», en *Washington Post,* 14 de septiembre de 2008.

Apuzzo, Matt, «Where'd the Bailout Money Go? Shhhh, It's a Secret», en *Associated Press*, 22 de diciembre de 2008.

Auerbach, Alan, «Is There a Role for Discretionary Fiscal Policy?», en *National Bureau of Economic Research Working Paper*, n.º W9306, noviembre de 2002.

Backman, Lars-Erik, «Ågt boende och lånela¨ttnad nytt i s-politik», en *Ekot,* 27 de mayo de 2008: http://www.sr.se/ ekot/artikel.asp?artikel2095283.

Bagehot, Walter, *Lombard Street: A Description of the Money Market,* Echo Library, Reino Unido 2005 [1973].

Bajaj, Vikas y Leonhardt, Davod, «Tax Break May Have Helped Cause Housing Bubble», en *New York Times,* 19 de diciembre de 2008.

Barr, Alistair, «Moody's Downgrades 691 Mortgage-Backed Securities», en *Market-Watch.com,* 16 de agosto de 2007.

Barrett, Wayne, «Andrew Cuomo and Fannie and Freddie: How the Youngest Housing and Development Secretary in History Gave Birth to the Mortgage Crisis», en *Village Voice,* 5 de agosto de 2008.

Bartiromo, Maria, «Bill Clinton on the Banking Crisis, McCain, and Hillary», en *Business Week,* 24 de septiembre de 2008.

Bartlett, Bruce, *Impostor: How George W. Bush Bankrupted America and Betrayed the Reagan Legacy,* Doubleday, Nueva York 2006.

BBC News online, «Icesave Savers Warned on Accounts», 7 de octubre de 2008.

Becker, Jo, Gay Stolberg, Sheryl y Labaton, Stephen, «White House Philosophy Stoked Mortgage Bonfire», en *New York Times,* 21 de diciembre de 2008.

Benulic, Boris, y Norberg, Johan, *Allt om Naomi Kleins nakenchock,* Voltaire Publishing, Nueva York 2008.

Berkshire Hathaway Inc. *2002 Annual Report,* Berkshire Hathaway Inc., Omaha 2003.

Bernanke, Ben S., «Asset "Bubbles" and Monetary Policy», en *Remarks at the New York Chapter of the National Association for Business Economics*, 15 de octubre de 2002, Nueva York: http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/2002/ 20021015/default.htm.

Bernholz, Peter, «The Importance of Reorganizing Money, Credit, and Banking When Decentralizing Economic Decisionmaking», en A. Dorn, James y Xi, Wan (eds.), *Economic Reform in China,* University of Chicago Press, 1990, pp. 93-123.

Berument, Hakan, y Froyen, «Monetary Policy and U.S. Long-Term Interest Rates: How Close Are the Linkages?», en *Journal of Economics and Business* 61, nº. 1, 2009, pp. 34-50.

Birger, Jon, «The Woman Who Called Wall Street's Meltdown», en *Fortune,* 6 de agosto de 2008.

Blum, John Morton, *From the Morgenthau Diaries: Years of Crisis, 1928-1938,* Houghton Mifflin, Boston 1959.

Breitbart.com. «Bernanke Says Crisis "No Comparison" to Great Depression», 1 de diciembre de 2008: http://www. breitbart.com/article.php?id081201213246 v50zx9ik& show_article1.

Bush, George W., «President Calls for Expanding Opportunities to Home Ownership», 17 de junio de 2002: http:// georgewbushwhitehouse.archives.gov/news/releases/2002/ 06/20020617-2.html

— «President's Address to the Nation», en *White House Office of the Press Secretary*, 24 de septiembre de 2008: http:// georgewbush-whitehouse.archives.gov/news/releases/ 2008/09/20080924-10.html.

Calomiris, Charles, «Another "Deregulation" Myth», en *On the Issues,* American Enterprise Institute, octubre de 2008.

— «The Subprime Turmoil: What's Old, What's New and What's Next», *paper* redactado por el Federal Reserve Bank of Kansas City's Symposium.

— «Maintaining Stability in a Changing Financial System», 21-22 de agosto de 2008: http://www.kc.frb.org/publicat/ sympos/2008/Calomiris.10.02.08.pdf.

Calvo, Guillermo, Izquierdo, Alejandro y Fernando Mejía, José Luis, «Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration», en *Inter-American Development Bank Working Paper*, n.º 637, julio de 2008.

Caprio, Gerard, Honohan, Patrick y Feige, Mark, *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*, Banco Mundial, Washington 2001.

Carlson, Benny, *Den sociala ingenjo¨rskonstens rörelser: Om Hoover, Hesselgren och hundra års ha¨ndelser*, Sekel Bokfö rlag, Suiza 2007.

Carney, Brian, «Bernanke Is Fighting the Last War», en *Wall Street Journal*, 18 de octubre de 2008.

Cavanaugh, Tim, «Houses of Pain», en *Reason*, enero de 2009.

CBS. *60 Minutes*, «McCain Blames Recession on Wall St», 21 de septiembre de 2008. Transcripción: http://www.cbsnews.com/stories/2008/09/21/60minutes/main4463340.Shtml.

Chanos, James, «Short Sellers Keep the Markets Honest», en *Wall Street Journal*, 22 de septiembre de 2008.

Chapman, Steve, «The Empty Case for More Regulation», en *Reason*, enero de 2009.

Chen, Shaohua, y Ravallion, Martin, «The Developing World Is Poorer than We Thought, but No Less Successful in the Fight against Poverty», en *World Bank Policy Research Working Paper* n.º 4703, agosto de 2008.

Cho, David, «Geithner Preparing Overhaul of Bailout», en *Washington Post,* 9 de enero de 2009.

Chovanec, Patrick, «China Hides Rampant Inflation in Money Binge», en *Bloomberg News*, 19 de octubre de 2010.

CNBC, «Fannie & Freddie Takeover», 8 de septiembre de 2008. Transcripción: http://www.cnbc.com/id/26606180.

CNN, *Lou Dobbs Tonight*, 16 de diciembre de 2008. Transcripción: http://transcripts.cnn.com/TRANSCRIPTS/0812/ 16/ldt.01.html.

CNNMoney.com, «Bush: US Economy Is Thriving», 8 de agosto de 2007: http://money.cnn.com/2007/08/08/news/ economy/bush/index.htm.

Cole, Harold y Ohanian, Lee, «New Deal Policies and the Persistence of the Great Depression: A General Equilibrium Analysis», en *Journal of Political Economy* 112, n.º 4 (2004), pp. 779-816.

Committee on Oversight and Government Reform, *Credit Rating Agencies and the Financial Crisis,* Casa de los Representantes de los Estados Unidos de América. Transcripción preliminar: 22 de octubre de 2008.

Cooper, George, *The Origin of Financial Crises: Central Banks, Credit Bubbles and the Efficient Market Fallacy*, Vintage Books, Nueva York 2008.

Dan Duyn, Aline, Brewster, Deborah y Tett, Gillian, «The Lehman Legacy: Catalyst of the Crisis», en *Financial Times*, 12 de octubre de 2008.

Dash, Eric, «Citigroup Saw No Red Flags Even as It Made Bolder Bets», en *New York Times,* 23 de noviembre de 2008.

Davis, Julie Hirschfeld, «Lehman Sought Millions for Execs while Seeking Aid», en *Associated Press*, 6 de octubre de 2008.

Day, Kathleen, «HUD Says Mortgage Policies Hurt Blacks», en *Washington Post*, 2 de marzo del 2000.

Day, Theodore, y Liebowitz, Stan, «Mortgage Lending to Minorities: Where's the Bias?», en *Economic Inquiry* 38 (1998): pp. 3-28.

de Rugy, Veronique, «Bush's Regulatory Kiss-Off», en *Reason,* enero de 2009.

de Rugy, Veronique y Warren, Melinda, «Regulatory Agency Spending

Reaches New Height», en *2009 Annual Report,* Mercatus Center y Washington University in St. Louis, Arlington, agosto de 2008, pp. 5-6.

Despeignes, Peronet, «Greenspan Put' May Be Encouraging Complacency», en *Financial Times,* 8 de diciembre del 2000.

Doherty, Brian, «Can We Bank on the Federal Reserve?», en *Reason,* noviembre de 2006.

Donovan, Paul, «Investment Bankers of the World, Unite!», en *UBS Daily Roundup,* 19 de septiembre de 2008: http://uk.youtube.com/watch?v36ZWywSq2V0.

Dougherty, Carter, «German Bank Becomes First EU Victim of U.S. Subprime Mortgage Woes», en *International Herald Tribune,* 30 de julio de 2007.

Dowd, Kevin, «Moral Hazard and the Financial Crisis», en *Cato Journal* 29, n.º 1 (2009): pp. 141-66.

Duhigg, Charles, «At Freddie Mac, Chief Discarded Warning Signs», en *New York Times,* 5 de agosto de 2008.

— «Doubts Raised on Big Backers of Mortgages», en *New York Times,* 6 de mayo de 2008.

— «Pressured to Take More Risk, Fannie Reached a Tipping Point», en *New York Times,* 5 de octubre de 2008.

— *The Economist,* «All You Need Is Cash», 22 de noviembre de 2008.

— «Capital Ideas», 28 de agosto de 2008.

— «Days of Open Wallet», 11 de diciembre de 2008.

— «Europe's Baleful Bail-Outs», 1 de noviembre de 2008.

— «Fannie and Freddie Ride Again», 9 de julio de 2007.

— «The Great Untangling», 8 de noviembre de 2008.

— «Homing in on the Risks», 3 de junio de 2004.

— «Monetary Myopia», 12 de enero de 2006.

— «Negative Outlook», 15 de noviembre de 2008.

— «Paint It Black», 18 de octubre de 2007.

— «Riddle Solved», 15 de junio de 2008.

— «Shell Game», 11 de marzo de 2010.

— «Shifting the Balance», 11 de octubre de 2008.

— «Sold Down the River Rhine», 9 de agosto de 2007.

— «Spanish Steps», 15 de mayo de 2008.

— «Weaken the Sinews», 4 de octubre de 2008.

Eichengreen, Barry, «US Futures and Out-of-Control Deficits», en *The Globalist*, 5 de diciembre de 2011.

Eisinger, Jesse, »Overrated», *Portfolio.com*, septiembre de 2007.

Ekirch, Arthur A., Jr., *The Decline of American Liberalism,* Atheneum, Nueva York 1973.

Erixon, Fredrik, y Razeen, Sally, «1970s Deja Vu», en *Wall Street Journal*, 27 de noviembre de 2008.

Fannie Mae Foundation, *Case Study: Countrywide Home Loans, Inc.*, 2000: http://www.fanniemaefoundation.org/programs/pdf/rep_newmortmkts_countrywide.pdf (en la red desde el 27 de diciembre de 2008).

Federal Reserve Bank of Boston, «Closing the Gap: A Guide to Equal Opportunity Lending», abril de 1993.

Ferguson, Niall, *The Ascent of Money: A Financial History of the World*, Allen Lane, Londres 2008.

— *Financial Times*, «IMF: Monetary Policy Is Part of the Problem», 21 de septiembre de 2011.

First Union, «First Union Capital Markets Corp., Bear, Stearns & Co. Price Securities Offering Backed by Affordable Mortgages», 20 de octubre de 1997: http://www.prnewswire.com/ cgi-gin/stories.pl?ACCT104&STORY/www/story/10-20-97/340247&EDATE.

Flandez, Raymund, «With Market Hot, More People Now Have Third Homes», en *Wall Street Journal*, 5 de enero de 2005.

Forelle, Charles, «The Isle That Rattled the World», en *Wall Street Journal*, 27 de diciembre de 2008.

Forsythe, Michael, y Sanderson, Henry, «China Debts Dwarf Official Data With Too-Big-to-Finish Alarm.» Bloomberg News. December 18, 2011.

— *Fortune.* «101 Dumbest Moments in Business.» January 16, 2008.

Foust, Dean, «Alan Greenspan's Brave New World», en *Business Week*, 14 de julio de 1997.

Fox News Poll/Opinion Dynamics, 10 de octubre de 2008: http://www.foxnews.com/projects/pdf/101008_foxpoll.pdf.

Friedman, Milton, y Schwartz, Anna, *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton 1963.

Friedman, Milton, y Friedman, Rose, *Free to Choose: A Personal Statement*, Harcourt Brace Jovanovich, Nueva York 1980.

Friedrich, Otto, «F.D.R.'s Disputed Legacy», en *Time*, 1 de febrero de 1982.

Gainor, Dan, Seymour, Julia A. y Ebel, Genevive, «The Great Media Depression», Business & Media Institute, 2008: http://www.businessandmedia.org/specialreports/2008/GreatDepression/GreatDepression_execsum.asp.

Galbraith, James, *The Predator State*, Free Press, Nueva York 2008.

Gerth, Jeff, «Was AIG Watchdog Not Up to the Job?», en *MSN Money*, 10 de noviembre de 2008: http://articles. moneycentral.msn.com/Investing/Extra/was-AIG-watchdog-not-up-to-the-job.aspx?pageall.

Gillespie, Nick y Welch, Matt, «"I Think the SEC Was Distracted"», en *Reason,* marzo de 2009.

Golden, Daniel, «Countrywide's Many "Friends"», en *Portfolio.com,* 12 de junio de 2008.

Goldman, David, «The $8 Trillion Bailout», en *CNNMoney.com*, 6 de enero de 2009: http://money.cnn.com/2009/01/06/ news/economy/where_stimulus_fits_in/index.htm?erefrss_ topstories.

Goldstein, Allan, Casa de los Representantes de Estados Unidos, 5 de enero de 2009: http://www.youtube.com/watch? vuN-PieCA-4A.

Gorton, Gary, «The Panic of 2007», *paper* redactado por el Federal Reserve Bank de Kansas City, *Jackson Hole Conference*, Wyoming, 25 de agosto de 2008.

Grant, James, *Mr. Market Miscalculates: The Bubble Years and Beyond*, Axios Press, Vancouver 2008.

— *The Trouble with Prosperity: The Loss of Fear, the Rise of Speculation, and the Risk to American Savings*, Nueva York 1996.

Greenspan, Alan. *The Age of Turbulence: Adventures in a New World.* New York: Penguin Books, 2008.

— «Banks Need More Capital», en *The Economist,* 18 de diciembre de 2008.

— «Gold and Economic Freedom», en *The Objectivist*, julio de 1966.

— Palabras pronunciadas en el Club de New York, 19 de diciembre de 2002: http://www.federalreserve.gov/BOARD DOCS/SPEECHES/2002/20021219/default.htm.

— «Understanding Household Debt Obligations», Palabras pronunciadas en el Credit Union National Association's 2004 Governmental Affairs Conference, Washington, 23 de febrero de 2004: http://www.federalreserve.gov/board docs/speeches/2004/20040223.

Greenwood, John, «Grain Piles Up in Ports», en *Financial Post*, 8 de octubre de 2008.

Greider, Göran, «Vakna, vänstern», en *Aftonbladet,* 18 de noviembre de 2008.

Gross, Daniel, «America's Smartest Banker», en *Slate,* 2 de agosto de 2008.

— «Location, Location-Deduction», en *Slate,* 14 de abril de 2005.

Gullapalli, Diya y Anand, Shefali, «Bailout of Money Funds Seems to Stanch Outflow», en *Wall Street Journal,* 20 de septiembre de 2008.

Gunther, Marc, «Paulson to the Rescue», en *Fortune*, 29 de septiembre de 2008.

Gustavson, Marius, *Sosialisme på sparebluss: USAs feilslåtte boligpolitikk*, Civitanotat N.º 13, Oslo 2008.

Hall, Ben, y Jan Cienski, «Czechs Act over "Protectionist" Paris», en *Financial Times,* 10 de febrero de 2009.

Hayek, Friedrich A., *Denationalisation of Money*, Institute of Economic

Affairs, Londres 1976. [Trad. esp.: en *Ensayos de teoría monetaria* I, 2.ª ed., Unión Editorial, Madrid 2010].

Heckscher, Eli F., *Gammal och ny ekonomisk liberalism*, Norstedt & Söner, Estocolmo 1921.

Henriques, Diana, «Bailout Monitor Sees Lack of a Coherent Plan», en *New York Times,* 1 de diciembre de 2008.

Henry, David, y Goldstein, Matthew, «The Bear Flu: How It Spread», en *BusinessWeek*, 31 de diciembre de 2007.

Higgs, Robert, «Regime Uncertainty: Why the Great Depression Lasted So Long and Why Prosperity Resumed after the War», en *Independent Review* 1, n.º 4 (1997), pp. 561-90.

Hilzenrath, David, «Fannie's Perilous Pursuit of Subprime Loans», en *Washington Post,* 19 de agosto de 2008.

HM Treasury (El Tesoro de Su Majestad), «Financial Sanctions: Current Regimes», 2008: http://www.hmtreasury. gov.uk/fin_sanctions_currentindex.htm.

Holmes, Steven, «Fannie Mae Eases Credit to Aid Mortgage Lending», *New York Times,* 30 de septiembre de 1999.

Hortlund, Per, *Fribankskolan: Monetär laissez-faire i teori och praktik*, Timbro, Estocolmo 2002.

Ingerö, Johan, «När sossarna gör så här så kallar vi det fär fondsocialism...», blog de Johan Ingerö, 16 de octubre de 2008: http://ingero.blogspot.com/2008/10/nr-sossarnagr-s-hr-s-kallar-vi-det-fr.html.

International Herald Tribune, «Germany: US Slipping as Financial Superpower», 25 de septiembre de 2008.

International Monetary Fund, «Global Financial Stability Report», septiembre de 2011.

Isaac, William, «How to Save the Financial System», en *Wall Street Journal*, 19 de septiembre de 2008.

Johnson, Paul, *A History of the American People,* Phoenix, Londres 1998.

Jolly, David, «Ex-Trader Tells How He Lost So Much for One Bank», en *International Herald Tribune,* 22 de enero de 2009.

Jones, Sam, «When Junk Was Gold», en *Financial Times,* 17 de octubre de 2008.

Jones, Sam, Tett, Gillian y Davies, Paul, «CPDOs Expose Ratings Flaw at Moody's», en *Financial Times*, 20 de mayo de 2008.

Jonung, Lars, «Ekonomer i krismö te», en *Dagens Nyheter,* 29 de enero de 2009.

Katz, Ian, «Behind Schwarzman Spat with Wasserstein Lies Rule 115», en *Bloomberg.com*, 8 de diciembre de 2008.

Kelly, Kate, «Bear CEO's Handling of Crisis Raises Issues», en *Wall Street*

Journal, 1 de noviembre de 2007.

— «Where in the World Is Bear's Jimmy Cayne? Playing Bridge», en *Deal Journal blog/Wall Street Journal*, 14 de marzo de 2008: http://blogs.wsj.com/deals/2008/03/14/where-in-the-world-is-bears-jimmy-cayne-playing-bridge.

Kennedy, David, *Freedom from Fear: The American People in Depression and War, 1929-1945*, Oxford University Press, Nueva York 1999.

Keynes, John Maynard, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, 1935: http://www.scribd.com/doc/ 11392072/The-General-Theory-of-Employment-Interest-and-Money.

— «The Maintenance of Prosperity Is Extremely Difficult», en Zinn, Howard (ed.), *New Deal Thought*, Bobbs-Merrill, Indianapolis, 1966, pp. 403-9.

Keys, Benjamin, Mukherjee, Tanmoy, Seru, Amit y Vig, Vikrant, «Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans», European Finance Association, abril de 2008.

Kindleberger, Charles y Aliber, Rober Z., *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises.* Palgrave Macmillan, Nueva York 2005.

Klein, Naomi, *The Shock Doctrine: The Rise of Disaster Capitalism*, Allen Lane, Nueva York 2007.

Kopecki, Dawn, «Fannie, Freddie "Insolvent" after Losses, Poole Says», *Bloomberg.com*, 10 de Julio de 2008: http://www. bloomberg.com/apps/news?pid20601087&sida7NPAG. LEjHQ&referhome.

Krugman, Paul, «After the Money's Gone», en *New York Times*, 14 de diciembre de 2007.

— «Fannie, Freddie and You», *New York Times*, 14 de julio de 2008.

— «That Hissing Sound», en *New York Times*, 8 de agosto de 2005.

Kurtz, Stanley, «O's Dangerous Pals», en *New York Post*, 29 de septiembre 2008.

Labaton, Stephen, «Agency's '04 Rule Let Banks Pile Up New Debt», en *New York Times*, 2 de octubre de 2008.

Landler, Mark y Dash, Eric, «Drama Behind a $250 Billion Banking Deal», en *New York Times*, 14 de octubre de 2008.

Landler, Mark, and Lee Myers, Steven, «Buyout Plan for Wall Street Is a Hard Sell on Capitol Hill», en *New York Times*, 23 de septiembre de 2008.

Lejland, Carl-Johan, «Finansrä varna: "Blankning stabiliserar marknaden"», *Dagens Industri*, 23 de septiembre de 2008.

Leonnig, Carol, «How HUD Mortgage Policy Fed the Crisis», en *Washington Post*, 10 de junio de 2008.

Lerer, Lisa, «Fannie, Freddie Spent $200M to Buy Influence», en *Politico.com*, 16 de Julio de 2008.

Lessig, Lawrence, «Why the Banks All Fell Down», en *Newsweek,* 27 de octubre de 2008.

Lewis, Michael, ed. *Panic: The Story of Modern Financial Insanity*, Penguin Books, Londres 2008.

Liebowitz, Stan, «The Real Scandal-How Feds Invited the Mortgage Mess», en *New York Post,* 5 de febrero de 2008.

Lilleston, Randy y Christopher McCaleb, Ian, «Bush Endures Slaps from GOP Rivals in Fully Attended Candidate Forum», en *CNN.com*, 3 de diciembre de 1999.

Lindqvist, Roger, «Kreditgaranti för första bostadskö pet», en *Dagens Nyheter,* 13 de septiembre de 2007.

Lockhart, James, «Reforming the Regulation of the Government Sponsored Enterprises», declaración ante el U.S. Senate Banking, Housing, and Urban Affairs Committee, 7 de febrero de 2008.

Lowenstein, Roger, «Triple-A Failure», en *New York Times Magazine,* 27 de abril de 2008.

Lucas, Dan, «Konkurshotade Island kämpar för överlevnad», en *Dagens Nyheter,* 10 de octubre de 2008.

Lyall, Sarah, «Iceland, Mired in Debt, Blames Britain for Woes», en *New York Times,* 1 de octubre de 2008.

MacFarquhar, Larissa, «Outside Agitator», en *New Yorker,* 8 de diciembre de 2008.

Maddison, Angus, *The World Economy: Historical Statistics,* Organization for Economic Cooperation and Development, París 2003.

Masters, Brooke, «Financial Sector "Drowning" in Regulation Flood», en *Financial Times*, 9 de diciembre de 2011.

Marx, Karl, carta a Friedrich Engels, 3 de febrero de 1851, en *Marx/Engels Collected Works,* vol. 38, Progress Publishers of the Soviet Union, Moscú 1975-2005, p. 273: http://www. marxists.org/archive/marx/works/cw/index.htm.

Mayer, Lindsay Renick, «Fannie Mae and Freddie Mac Invest in Democrats», *CapitalEye.org*, 16 de Julio de 2008: http:// www.opensecrets.org/news/2008/07/top-senaterecipients-of-fanni.html.

Mihm, Stephen, «Dr. Doom», *New York Times Magazine,* 15 de agosto de 2008.

Minton, Michelle, «The Community Reinvestment Act's Harmful Legacy», *OnPoint,* n.º 132, 20 de marzo de 2008.

Mises, Ludwig von, *Human Action: A Treatise on Economics,* Contemporary Books, Chicago 1966 [Trad. esp.: *La acción humana*, 10.ª ed., Unión Editorial, Madrid 2011].

— *Omnipotent Government: The Rise of the Total State and Total War,*

Libertarian Press, Pensilvania 1985. [Trad. esp.: *Gobierno omnipotente*, Unión Editorial, Madrid 2002].

— *The Theory of Money and Credit,* Liberty Fund, Indianápolis 1981. [Trad. esp.: *La teoría del dinero y del crédito*, 2.ª ed., Unión Editorial, Madrid 2012].

Moberg, Vilhelm, «Staten-författarnas skyddspatron?», *Dagens Nyheter,* 24 de mayo de 1948.

Mollenkamp, Carrick, Ng Serena, Pleven, Liam y Smith, Randall, «Behind AIG's Fall, Risk Models Failed to Pass Real-World Test», en *Wall Street Journal,* 31 de octubre de 2008.

Morgenson, Gretchen, «Behind Insurer's Crisis, Blind Eye to a Web of Risk», en *New York Times,* 28 de septiembre de 2008.

— «Debt Watchdogs: Tamed or Caught Napping?», en *New York Times,* 7 de diciembre de 2008.

— «How the Thundering Herd Faltered and Fell», en *New York Times,* 8 de noviembre de 2008.

Munkhammar, Johnny y Sanandaji, Nima, *Finanskrisen-ett gigantiskt politikmisslyckande.* Munkhammar Advisory, Estocolmo, 16 de octubre de 2008.

Muolo, Paul y Padilla, Mathew, *Chain of Blame: How Wall Street Caused the Mortgage and Credit Crisis,* John Wiley & Sons, Nueva Jersey 2008.

Nakamoto, Michiyo y Wighton, David, «Citigroup Chief Stays Bullish on Buy-Outs», en *Financial Times,* 9 de julio de 2007.

Narcotics Anonymous, *Basic Text, Approval Form,* noviembre de 1981.

Nash, Nathaniel, «A Laissez-Faire Pragmatist: Alan Greenspan», en *New York Times,* 3 de junio de 1987.

National Mortgage News, «Fannie to Boost Subprime Activities», 3 de marzo del 2000: http://www.nationalmortgagenews. com/premium/archive/?ts952102802.

Nerbrand, Fredrik, «The Allocator. Inflation of Default: Take Your Pick», HSBC Global Research, 29 de julio de 2011.

Newmark, Evan, «Hank Paulson, National Hero», *Deal Journal Blog/Wall Street Journal,* 15 de octubre de 2008: http://blogs. wsj.com/deals/2008/10/15/mean-street-hankpaulson-national-hero.

— *New York Times,* «Shortselling», 18 de octubre de 1930.

Nilsson, Per, «SBAB, ett svenskt Freddie Mac?», informe, Timbro, 27 de octubre de 2008.

Nocera, Joe, «As Credit Crisis Spiraled, Alarm Led to Action», en *New York Times,* 1 de octubre de 2008.

— «So When Will Banks Give Loans?», en *New York Times,* 24 de octubre de 2008.

— y Edmund Andrews, «Struggling to Keep Up as the Crisis Raced On», en *New York Times,* 23 de octubre de 2008.

Norberg, Johan, «The Klein Doctrine: The Rise of Disaster Polemics», *Cato Institute Briefing Paper* n.º 102, 14 de mayo de 2008: http://www.cato.org/pub_display.php?pub_id9384.

— «Världens välfärd: Fyra decennier som färä ndrade planeten», informe n.º1 de antecedentes del Swedish Globalization Council, Utbildningsdepartementet, Estocolmo 2007.

Oakley, David, «Short-Selling Ban Has Minimal Effect», en *Financial Times,* 18 de diciembre de 2008.

O'Driscoll, Gerald P., «Asset Bubbles and Their Consequences», en Cato Institute Briefing Paper n.º 103, 20 de mayo de 2008.

Office of Federal Housing Enterprise Oversight, «Report to Congress», Washington, junio de 2003.

Ohlsson, Erik, «Bushs nej blev starten på den globala finanskrisen», *Dagens Nyheter,* 30 de diciembre de 2008.

Onaran, Yalman y Helyar, John, «Fuld Sought Buffett Offer He Refused as Lehman Sank», *Bloomberg.com,* 10 de noviembre de 2008: http://www.bloomberg.com/apps/news?pid20601109&sidaZ1syPZH.RzY&referhome.

O'Toole, Randal, «The Planning Tax: The Case against Regional Growth-Management Planning», C*ato Institute Policy Analysis* n.º 606, 6 de diciembre de 2007.

Parkin, Michael y Bade, Robin, «Central Bank Laws and Monetary Policy: A Preliminary Investigation», en Porter, A. M. (ed.), *The Australian Monetary System in the 1970s,* Monash University, Melbourne 1978.

Paulson, Henry, declaración oral sobre la reforma de reglamentación ante el Comité de Servicios Financieros, Departamento del Tesoro de los EE.UU., 10 de julio de 2008: http://www.ustreas.gov/press/releases/hp1074.htm.

Pender, Kathleen, «Government Bailout Hits $8.5 Trillion», en *San Francisco Chronicle,* 26 de noviembre 2008.

Pollock, Alex, «Conceptual Problems with "Fair Value" Accounting Theory», testimonio ante la Comisión de Seguridad y de Cambio, 22 de julio de 2008. http://www.aei. org/speech/28370.

— «The Human Foundations of Financial Risk», en *Financial Services Outlook,* American Enterprise Institute, mayo de 2008.

Poor, Jeff, «Inhofe: "Paulson Used Scare Tactics to Force Bailout Legislation"», Business & Media Institute, 19 de noviembre de 2008: http://businessandmedia.org/articles/ 2008/20081119073313.aspx.

— «Knock Out: CNBC Confirms Lehman CEO Punched at Gym», Business & Media Institute, 6 de octubre de 2008: http://www.businessandmedia.org/articles/2008/ 20081006150152.aspx.

Powell, Jim, «Not-So-Great Depression», en *National Review,* 7 de enero de 2009.

Prashad, Vijay, «Wealth's Apostles», en *CounterPunch,* 21 de octubre de 2008: http://www.counterpunch.org/prashad 10212008.html.

Rasmussen Reports, «Just 7% Favor Fed Bailout for Financial Firms», 17 de septiembre de 2008: http://www.rasmussen reports.com/public_content/business/federal_bailout/just_ 7_favor_fed_bailout_for_financial_firms.

Rausa, Maurice D., «Basel I and the Law of Unintended Consequences», en *Bank Accounting & Finance,* 1 de abril de 2004.

RealtyTrac, «Foreclosure Activity Increases 5 Percent in October», 13 de noviembre de 2008: http://www.realtytrac.com/ ContentManagement/pressrelease.aspx?ChannelID9& ItemID5420&accnt64847.

Reed, Christopher, «The Damned South Sea», en *Harvard Magazine,* mayo-junio de 1999.

Reich, Robert, «The Big Three and TARP: What Happened to Democracy?», en *Robert Reich's blog*, 17 de diciembre de 2008: http://robertreich.blogspot.com/2008/12/bigthree-and-tarp-what-happened-to.html.

Reserve Primary Fund, «A Statement regarding the Primary Fund», 16 de septiembre de 2008: http://ww.ther.com/pdfs/ Press%20Release%202008_0916.pdf.

Reuters, «"US Homes Market Will Shed Investor Glut"-Economist», 17 de enero de 2007: http://www.reuters.com/ article/companyNewsAndPR/idUSN1723482320070 117.

Rizzo, Mario, «Keynes as Public Works Skeptic», en el blog de ThinkMarkets, 25 de enero de 2009: http://thinkmarkets. wordpress.com/2009/01/25/keynes-as-public-worksskeptic/ #more-746.

Rogoff, Kenneth y Reinhardt, Carmen, «Growth in a Time of Debt», en *American Economic Review Papers and Proceedings,* 7 de enero de 2011.

Roosevelt, Franklin Delano, discurso en la Convención Nacional del Partido Demócrata en Chicago, 2 de julio de 1932: http://www.presidency.ucsb.edu/ws/index.php?pid 75174.

Rothbard, Murray, *America's Great Depression,* Richardson & Snyder, Nueva York 1983 [Trad. esp.: *La Gran Depresión*, Unión Editorial, Madrid 2013].

— *What Has Government Done to Our Money?*, Ludwig von Mises Institute, Alabama 1990.

Roubini, Nouriel, «Not So Much Bail-Out as Rip-Off», en *Guardian*, 20 de septiembre de 2008: http://www.guardian. co.uk/commentisfree/2008/sep/29/wallstreet.Useconomy.

Samuelson, Robert J., «The Boom in My Backyard», en *Newsweek,* 30 de diciembre de 2002.

Santana, Wally, «Taiwanese Dogs Become the Latest Victims in Global Financial Meltdown», en *Star Tribune,* 6 de noviembre de 2008.

Sarkozy, Nicolas, «International Financial Crisis», discurso en París el 25 de septiembre de 2008, publicado por la Embajada de Francia en Londres: http://www.ambafranceuk.org/ President-Sarkozy-speaks-to-French.html.

Satow, Julie, «Ex-SEC Official Blames Agency for Blow-Up of Broker-Dealers», en *New York Sun,* 18 de septiembre de 2008.

Schwartz, Nelson, «European Banks Share Blame», en *International Herald Tribune,* 13 de octubre de 2008.

Seeking Alpha, «Countrywide Financial Q2 2007 Earnings Call Transcript», 24 de julio de 2007: http://seekingalpha. com/article/42171-countrywide-financial-q2-2007-earnings-call-transcript.

Shenn, Jody, «Fannie, Freddie Subprime Spree May Add to Bailout», en *Bloomberg.com*, 22 de septiembre de 2008: http:// www.bloomberg.com/apps/news?pid20601109&sida. 6kKtOoO72k&referhome.

Sherman, Brad, «Statement of Brad Sherman regarding Financial Bailout Comment», 10 de octubre de 2008: http://www. house.gov/sherman/press_room_2007_2008/morenews/ BailoutComment.html.

Shlaes, Amity, *The Forgotten Man: A New History of the Great Depression,* HarperCollins Publishers, Nueva York 2007.

Simpson, Glenn y Hagerty, James, «Countrywide Friends Got Good Loans», en *Wall Street Journal,* 7 de julio de 2008.

Smith, Adam, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations,* Liberty Fund, Indianápolis 1981 (1.ª ed. 1776) [Trad. esp.: *La riqueza de las naciones*, Alianza Editorial, Madrid 2002].

Solomon, Deborah y Enrich, David, «Devil Is in Bailout's Details», en *Wall Street Journal,* 15 de octubre de 2008.

Sorkin, Andrew Ross (ed.), «As No-Short-Selling List Grows, Another Firm Chooses to Leave», *Dealbook blog/New York Times,* 23 de septiembre 2008: http://dealbook.blogs.nytimes. com/2008/09/23/as-no-short-selling-list-grows-another-firmchooses-to-leave/?pagemodeprint.

Stafford, Philip, «Traders Blind to Mounting Worries», en *Financial Times,* 19 de septiembre de 2007.

Staley, Kathryn, *The Art of Short Selling,* John Wiley & Sons, Nueva York 1997.

Stelzer, Irwin M., «Do Deficits Matter?», en *Weekly Standard,* 15 de febrero de 2005.

Stevenson, Richard, «The Velvet Fist of Fannie Mae», en *New York Times,* April 20, 1997.

Stiglitz, Joseph, «Fannie's and Freddie's Free Lunch», en *Financial Times,* 24

de julio de 2008.

Stiglitz, Joseph, Orszag, Jonathan y Orszag, Peter, «Implications of the New Fannie Mae and Freddie Mac Risk-Based Capital Standard», en *Fannie Mae Papers,* vol. 1, n.º 2, marzo de 2002.

Story, Louise, «On Wall Street, Bonuses, Not Profits, Were Real», en *New York Times,* 18 de diciembre de 2008.

Streifield, David y Morgenson, Gretchen, «Building Flawed American Dreams», en *New York Times,* 19 de octubre de 2008.

Taleb, Nassim Nicholas, *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable,* Penguin Books, Londres 2008.

Taub, Stephen, «FAS 157 Could Cause Huge Write-Offs», en *CFO,* 7 de noviembre de 2007: http://www.cfo.com/ article.cfm/10097878/c_10098290.

Taylor, Andrew, «Much in Obama Stimulus Bill Won't Hit Economy Soon», en *International Herald Tribune,* 20 de enero de 2009.

Temkin, Kenneth, Johnson, Jennifer y Levy, Diane, *Subprime Markets, the Role of GSEs, and Risk-Based Pricing,* U.S. Department of Housing and Urban Development, marzo de 2002.

Terhune, Chad y Berner, Robert, «FHA-Backed Loans: The New Subprime», en *Business Week,* 19 de noviembre del 2008.

Tett, Gillian, «The Dream Machine: Invention of Credit Derivatives», *Financial Times*, 24 de marzo de 2006.

Tett, Gillian, y J. Davies, Paul, «Out of the Shadows: How Banking's Secret System Broke Down», en *Financial Times,* 16 de diciembre de 2007.

Time, «Sock on the Nose», 7 de agosto de 1933.

Varchaver, Nicholas, «Who Isn't a Madoff Victim? The List Is Telling», en *Fortune,* 19 de diciembre de 2008.

Velleius Paterculus, Marcus, *Compendium of Roman History,* Loeb Classical Library, Harvard University Press, London 1967.

Wallison, Peter J. y Calomiris, Charles, «The Last Trillion-Dollar Commitment: The Destruction of Fannie Mae and Freddie Mac», en *American Enterprise Institute Financial Services Outlook*, septiembre de 2008.

Wall Street Journal, «At Moment of Truth, U.S. Forced Big Bankers to Blink», 15 de octubre de 2008.

Wanniski, Jude, «The Crash of '29-A NewView», en *Wall Street Journal,* 28 de octubre de 1977.

Washington Post, «The Chairman Speaks», 2005: http://www. washingtonpost.com/wp-srv/business/articles/greenspan_ comments.html.

Whaples, Robert, «Where Is There Consensus among American Economic Historians? The Results of a Survey on Forty Propositions», en *Journal of Economic History* 55, n.º 1 (1995), pp. 139-54.

White, Lawrence H., «How Did We Get into This Financial Mess?», en *Cato Institute Briefing Paper* n.º 110, 18 de noviembre de 2008.

— «Is the Gold Standard Still the Gold Standard among Monetary Systems?», Cato Institute Briefing Paper n.º 100, 8 de febrero de 2008.

Wingfield, Brian, y Zumbrun, Josh, «Bad News for the Bailout», en *Forbes.com,* 23 de septiembre de 2008: http://www. forbes.com/home/2008/09/23/bailout-paulson-congress-biz-beltway-cx_jz_bw_0923bailout.html.

WNET, *Charlie Rose Show*, 1 de octubre de 2008.

Wolf, Martin, *Fixing Global Finance,* Johns Hopkins University Press, Baltimore 2008.

Wolfers, Justin, «Economists on the Bailout», en *Freakonomics blog/New York Times,* 23 de septiembre de 2008: http:// freakonomics.blogs.nytimes.com/2008/09/23/economists-on-the-bailout.

Younglai, Rachelle, «SEC's Cox Regrets Short-Selling Ban», en *Financial Post,* 31 de diciembre de 2008.

[1] Ferguson, *Ascent of Money*, capítulo 2.

[2] Gainor, Seymour y Ebel, «The Great Media Depression».

[3] Santana, «The Taiwanese Dogs Became The Latest Victims».

[4] Jonung, «Ekonomer i krismöte».

[5] Doherty, «Can We Bank on the Federal Reserve?».

[6] Nash, «A Laissez-Faire Pragmatist».

[7] Lilleston y McCaleb, «Bush Endures Slaps from GOP Rivals».

[8] Greenspan, *Age of Turbulence*, p. 228.

[9] *Washington Post*, «The Chairman Speaks».

[10] White, «How Did We Get into this Financial Mess?».

[11] Tempkin, Johnson y Levy, *Subprime Market*.

[12] Gross, «Location, Location-Deduction».

[13] Bajaj y Leonhardt, «Tax Break May Have Helped Causing Housing Bubble».

[14] Grant, *Mister Market Miscalculates*, p. 129.

[15] Samuelson, «The Boom in my Backyard».

[16] Greenspan, «Understanding Household Obligations».

[17] Grant, *Mr. Market Miscalculates*, pp. 137-138.

[18] Greenspan, *Age of Turbulence*.

[19] Grant, *Mr. Market Miscalculates*, p. 132.

[20] Krugman, «That Hissing Sound».

[21] O'Toole, «The Planning Tax».

[22] Flandez, «With Market Hot, More People Now Have a Third Home».

[23] Grant, *Mr. Market Miscalculates*, pp. 140-143.

[24] *The Economist*, «Monetary Myopia».

[25] Grant, *Mr. Market Miscalculates*, p. 122; O'Driscoll, «Assets Bubbles and their Consecuences».

[26] Foust, «Alan Greespan's Brave New World».

[27] Doherty, «Can We Bank on the Federal Reserve».

[28] Declaraciones de Greenspan al Círculo Económico de Nueva York.

[29] Bernanke, «Asset Bubbles and Monetary Policy».

[30] Despeignes, «Greenspan Put Maybe Encouraging Complacency».

[31] Grant, *Mr. Market Miscalculates*, pp. 110-111.

[32] Cooper, *The Origin of Financial Crises*.

[33] *The Economist*, «Paint it Black».

[34] Wolf, *Fixing Global Finance*, p. 95.

[35] Un resumen de la bibliografía que puede encontrarse en Berumen y Froyen, «Monetary Policy and US Long Interest Rates».

[36] Departamento del Tesoro de los EE.UU., «Approaches to Improve the Competitiveness», p. 82.

[37] Morgenson, «How the Thundering Herd Faltered and Fell».

[38] Stelzer, «Do Deficits Matter?

[39] Congreso de los Estados Unidos de América. Oficina de Archivo.

[40] Barlett, *Impostor*, p. 18.

[41] Mihn, «Dr. Doom».

[42] Mises, *Omnipotent Government*, p. 262.

[43] Oficina del Censo de los Estados Unidos, «Housing Vacancies and Homeownership».

[44] Galbraith, *The Predator State*, p. 110.

[45] Greenspan, *Age of Turbulence*, p. 233.

[46] RealtyTrac, «Foreclosure Activities Increases 5 Percent».

[47] Streitfeld y Morgenson, «Building Flawed American Dreams».

[48] Gustavson, *Sosialisme på sparebluss*.

[49] Stevenson, «The Velvet Fist of Freddie and Fannie».

[50] White, «How did We Get Into the Financial Mess?».

[51] Informe de prensa de First Union.

[52] Muolo y Padilla, *Chain of Blame*, p. 116.

[53] Kurtz, «O's Dangerous Pals».

[54] Minton, «The Comunnity Reinvestment Act's Harmful Legacy».

[55] Kurtz, «O's Dangerous Pals».

[56] Liebowitz, «The Real Scandal».

[57] Ibíd.

[58] Muolo y Padilla, *Chain of Blame*, pp. 112 y ss.

[59] Fundación Fannie Mae, *Case Study*, p. 121.

[60] Simpson y Hagerty, «Countrywide Friends Got Good Loans; Golden, «Countrywide's Many Friends»; Mayer, «Fannie Mae and Freddie Mac Invest in Democracy».

[61] Banco de la Reserva Federal de Boston, «Closing the Gap».

[62] Ibíd.

[63] Day y Liebowitz, «Mortgage Lending Minorities».

[64] Day, «HUD Says Mortgage Policies Hurt Blacks».

[65] *National Mortgage News*, «Fannie to Bust Subprime Activities».

[66] Holmes, «Fannie Mae Eases Credit».

[67] Barrett, «Andrew Cuomo and Fannie and Freddie».

[68] Stiglitz, Orszag y Orszag, «Implications of Risk-Based Capital Standard».

[69] Duhigg, «Pressured to Take More Risk».

[70] Barrett, «Andrew Cuomo and Fannie and Freddie».

[71] Leonning, «How HUD Mortgage Policy Fed the Crisis».

[72] Becker, Stolberg y Labaton, «White House Philosophy Stoked Mortgage Bonfire».

[73] Bush, «President Calls for Expanding Opportunities to Home Ownership».

[74] Becker, Stolberg y Labaton, «White House Philosophy Stoked Mortgage Bonfire».

[75] Oficina Federal de Supervisión del Sector de la Vivienda, «Report to Congress», p. 38. Esta misma oficina emplea un lenguaje similar para referirse a Fannie Mae en la p. 36.

[76] Appelbaum, Leonning y Hilzeranth, «How Washington Failed to Rein in Fannie, Freddie».

[77] Wallison y Calomiris, «The Last Trillion Dollars Commitment».

[78] Lerer, «Fannie and Freddie Spent $200M to Buy Influence».

[79] Duhigg, «Pressured to Take More Risk».

[80] Appelbaum, Leonnig y Hilzenrath, «How Washington Failed to Rein in Fannie, Freddie».

[81] Ibíd.

[82] Duhigg, «Pressured to Take More Risk».

[83] Duhigg, «At Freddie Mac».

[84] Appelbaum, Leonnig y Hilzenrath, «How Washington Failed to Rein in Fannie, Freddie».

[85] Krugman, «Fannie, Freddie and You».

[86] «Countrywide Financial Q2 2007».

[87] Leonnig, «How HUD Mortgage Policy Fed the Crisis».

[88] Wallinson y Calomiris, «The Last Trillion Dollar Commitment».

[89] Shenn, «Fannie, Freddie Subprime Spree».

[90] Lockhart, «Reforming the Regulation of the Government Sponsored Enterprises».

[91] Wallison y Calomiris, «The Last Trillion Dollar Commitment».

[92] Taleb, *The Black Swan*, pp. 225-26.

[93] Duhigg, «Pressured to Take More Risk».

[94] Dougherty, «German Bank Becomes First EU Victim»; *The Economist*, Sold Down the River Rhine.

[95] Muolo y Padilla, *Chain of Blame*, pp. 209-210.

[96] Grant, *Mr. Market Miscalculates*, pp. 181-182.

[97] Pollock, «The Human Foundations of Financial Risk».

[98] Kindleberger y Aliber, *Maniacs, Panics and Crashes*, p. 13.

[99] Greenspan, «Banks Need More Capital».

[100] Nocera y Andrews, «Struggling to Keep Up».

[101] Wolf, *Fixing Global Finances*, pp. 19-22.

[102] *The Economist*, «Capital Ideas».

[103] Rausa, «Basel I and the Law of Unintended Consequences».

[104] *The Economist*, «On Credit Watch».

[105] *The Economist*, «Spanish Steps».

[106] Calomiris, «The Subprime Turmoil», p. 33.

[107] Satow, «Ex-Sec Official Blames Agency for Blow Up», o también Calomiris, «Another Deregulation Myth».

[108] Labaton, «Agency's 04 Rule Let Banks Pile Up New Debt».

[109] Satow, «Ex-Sec Official Blames Agency for Blow Up», o también Calomiris, «Another Deregulation Myth».

[110] Muolo y Padilla describen el escenario general en *Chain of Blame*.

[111] Morgenson, «How the Thundering Herd Faltered and Fell».

[112] Henry y Goldstein, «The Bear Flu».

[113] Dash, «Citigroup Saw No Red Flag».

[114] Nakamoto y Wighton, «Citigroup Chief Stays Bullish on Buy Outs».

[115] *Charlie Rose Show*, WNET, 1 de octubre de 2008.

[116] Jones, Tett y Davies, «CDPOs Expose Ratings Flaw at Moody's»; Jones, «When Junk was Gold».

[117] Eisinger, «Overrated».

[118] Morgenson, «Debt Wachtdogs».

[119] Comisión para la Supervisión y Reforma del Gobierno, *Credit Rating Agencies and the Financial Crisis*, p. 33.

[120] Ibíd. p. 5.

[121] Morgenson, «Debt Wachtdogs».

[122] Lowenstein, «Triple A Failure».

[123] Morgenson, «Debt Wachtdogs».

[124] Comisión para la Supervisión y Reforma del Gobierno, *Credit Rating Agencies and the Financial Crisis*.

[125] Calomiris, «The Subprime Turmoil», pp. 32-33.

[126] Lowenstein, «The Triple A Failure».

[127] Keys y otros, «Did Securization Lead to Lax Screening».

[128] Grant, *Mr. Market Miscalculates*, pp. 80-81.

[129] Gorton, «The Panic of 2007», p. 57.

[130] *The Economist*, «Homing in on the Risks».

[131] Informe de Prensa de Release Primary Fund.

[132] Lowestein, «Triple A Failure».

[133] Muolo y Padilla, *Chain of Blame*, pp. 9-10.

[134] Ibíd.

[135] Ibíd p. 54.

[136] Kelly, «Bear CEO's Handling of Crisis Raises Issues».

[137] Se recomienda buscar *online* el clip «We have an Armaggedon» y «Jim Cramer».

[138] Barr, «Moody's Downgrades 691 Mortgage-Backed Securities».

[139] Birger, «The Woman Who Called Wall Street's Meltdown».

[140] Morgenson, «Debt Wachtdogs».

[141] Tett y Davies, «Out of the Shadows».

[142] Berkshire Hathaway Inc., *2002 Annual Report*, pp. 13 y ss.

[143] Krugman, «After the Money is Gone».

[144] *Fortune*, «101 Dumbest Moments in Business».

[145] *The Economist*, «On Credit Wacht».

[146] Stafford, «Traders Blind to Mounting Worries».

[147] Dowd, «Moral Hazard and the Financial Crisis».

[148] Reuters, «US Homes Market Will Shed Investor Glut».

[149] Hilzeranth, «Fannie's Perilous Pursuit Subprime Loans».

[150] *The Economist*, «Fannie and Freddie Ride Again»; Duhigg, «Doubts Raised on Big Backers of Mortgages».

[151] Duhigg, «At Freddie Mac, Chief Discarded Warning Signs».

[152] Declaraciones de Paulson sobre la reforma de la legislación; Kopecki, «Fannie, Freddie "Insolvent" after Losses»; CNBC, «Fannie & Freddie Takeover».

[153] Duhigg, «At Freddie Mac, Chief Discarded Warning Signs».

[154] Stiglitz, «Fannie's and Freddie's Free Lunch».

[155] Bartiromo, «Bill Clinton on the Banking Crisis».

[156] Gillespie y Welch, «I Think the SEC Was Distracted».

[157] Kelly, «Where in the World is Bear's Jimmy Caine?».

[158] El periodista de la CNBC Jim Cramer, que había advertido del

Armagedón ya en agosto de 2007, dio en esta ocasión un consejo algo menos afinado. El 11 de marzo de 2008, en la edición de *Mad Money*, exclamaba: «No, no, no. Bear Stearn va bien. No saquéis el dinero de Bear. Eso es una estupidez. No seáis estupidos».

[159] Davis, «Lehman Shought Millions for Execs».

[160] Onaran y Helyar, «Fuld Sought Buffett Offer».

[161] Dan Duyn, Brewster y Tett, «The Lehman Legacy»; Onaran Helyar, Ohlsson, «Bush nej blev starten pa den globala finanskrisen».

[162] Poor, «Knock Out».

[163] Gullapalli y Anand, «Bailout of Money Funds».

[164] Bartiromo, «Bill Clinton on the Banking Crisis».

[165] Tett, «The Dream Machine».

[166] Morgenson, «Behind Insurer's Crisis».

[167] *The Economist*, «The Great Untangling».

[168] Morgenson, «Behind Insurer's Crisis».

[169] Mollenkamp y otros, «Behind AIG's Fall».

[170] Gerth, «Was AIG Wachtdog Not Up to the Job».

[171] Taub, «FAS 157 Could Cause Huge Write-Offs».

[172] Pollock, «Conceptual Problems».

[173] Isaac, «How to Save the Financial System».

[174] Katz, «Behind the Schwarzman Spat».

[175] BBC Online, «Icesave Savers Warned on Accounts».

[176] Lucas, «Konkurshotade island kämpar for överlenad».

[177] Forelle, «The Isle That Rattled the World».

[178] Tesoro de Su Majestad, «Financial Sanctions».

[179] Alguien que conozco señala cómo Rusia solo ha comenzado a mostrar interés en Islandia cuando han sido declarados terroristas, y ni aun así se produjo préstamo al final.

[180] Lyall, «Iceland Mired Debt».

[181] Becker, Stolberger y Labaton, «White House Philosophy Stoked Mortgage Bonfire»; ABC News, «Charlie Gibson Interviews President Bush».

[182] Poor, «Inhofe: Paulson Used Scare Tactics».

[183] Gainor, Seymour y Ebel, «The Great Media Depression».

[184] Powell, «Not So Great Depression». Las cifras están tomadas de Maddison, *World Economy: Historical Statistics*.

[185] Carlson, *Den sociala ingenjörskonstens rörelser*.

[186] Johnson, *History of the American People*, p. 734.

[187] Wanninski, «The Crash of 29».

[188] Rothbard, *America's Great Depression*, p. 178.

[189] Carlson, *Den sociala ingenjörskonstens rörelser*, pp. 73, 80-81.

[190] (N. del T.): *Strong* significa *fuerte*.

[191] Friedman y Schwartz, *Monetary History of the United States*, cap. 10.

[192] Hortlund, *Fribankskolan*, cap. 3.

[193] Rothbard, *America's Great Depression*, pp. 283, 292.

[194] Ibíd., p. 186; Kennedy, *Freedom from Fear*, p. 52.

[195] Johnson, *History of the American People*, pp. 756 y ss.

[196] Friedrich, *F.D.R.'s Disputed Legacy*.

[197] Ekirch, *The Decline of American Liberalism*, p. 283.

[198] Johnson, *History of the American People*, p. 757.

[199] Discurso de Roosevelt donde acepta la nominación como candidato en 1932.

[200] Al aumentar la intensidad del *New Deal*, el ex presidente Hoover comenzó a mostrarse crítico empleando argumentos relativos al libre mercado. Esto ha contribuido a la construcción del mito de Hoover como defensor del *laissez faire*.

[201] Cole y Ohanian, «New Deal Policies and the Persistence of the Great Depression».

[202] Higgs, «Regime Uncertainty».

[203] Ibíd. pp. 566-567.

[204] Kennedy, *Freedom for Fear*, pp. 351-352. Roosevelt interpretó las críticas como si el mundo de la empresa hubiese protagonizado un golpe capitalista para destituirle; llegó a ordenar una investigación del FBI que descubriese la conspiración. Véase también Shlaes, *The Forgotten Man*.

[205] Keynes, «The Maintenance of Prosperity is Extremely Difficult».

[206] Higgs, «Regime Uncertainty», pp. 576 y ss.

[207] Blum, *From the Morgenthau Diaries*, pp. 24-25.

[208] Whaples, «Where is the Consensus?».

[209] Rothbard, *America's Great Depression*, pp. 219, 241.

[210] Staley, *Art of Short Selling*, p. 214.

[211] *New York Times*, «Shortselling».

[212] Tsang, «Short Sellers Under Fire».

[213] Sorkin, «As No-Short-Selling List Grows». JMP Securities solicitó ser excluida de las listas.

[214] *The Economist*, «Shifting the Balance».

[215] Lejland, «Finansrävarna».

[216] Chanos, «Short Sellers Keep the Markets Honest»; Tsang, «Short Sellers Under Fire».

[217] Donovan, «Investment Bankers of the World, United».

[218] Oakley, «Short Selling Ban Has Minimal Effect».

[219] Younglai, «SEC's Cox Regrets Short-Shelling Ban».

[220] Nocera, «Alarm Led to Action».

[221] Para una reflexión crítica sobre este libro véase Norberg, «The Klein Doctrine» (para un examen más detallado de la cuestión sueca: Benulic y Berger, *Allt om Naomi Klein nakenchok*).

[222] La administración subsiguiente se ha movido dentro de los mismos parámetros. El 19 de noviembre de 2008, el jefe de gabinete de Barack Obama, Rahm Emanuel, trató de explicar a la Junta Rectora del *Wall Street Journal* la oportunidad para crear un nuevo proyecto político y la regulación de los mercados financieros: «Nunca puede desperdiciarse una crisis (…) Esta crisis nos da la oportunidad de hacer algo que no podríamos haber hecho antes». No sin cierto sentido del humor, Klein veía en el rescate una confirmación de sus tesis. Incluso lo contrario a la economía capitalista de libre mercado puede definirse como economía capitalista de libre mercado cuando el objetivo es ayudar a los bancos. En una entrevista al *New Yorker* se manifestaba en estos términos: «Otra diferencia, obviamente, era que el gobierno pretendía actuar no al estilo Friedman de reformas sino lo contrario: una enorme intervención en el mercado. Pero que la causa de la interferencia era rescatar a los bancos no parece hacerle considerar a Klein que tenga relevancia» (MacFarquhar, «Outside Agitator»).

[223] Disponible online: <www.nytimes.com/2008/09/21/business/21drafctcnd.html?_r=1&ref=business>.

[224] *The Economist*, «Ridle Solved».

[225] CNNMoney.com, «Bush: US Economy is Thriving»; Poor, «Inhofe: Paulson Used Scare Tactics».

[226] Landler y Myers, «Buyout Plans for Wall Street».

[227] Rasmussen Reports, «Just 7% Favor Fed Bail Out»; Fox News Poll/Opinion Dynamics.

[228] Roubini, «Not So Much Bail-Out as Rip-Off».

[229] Acemoglou y otros, carta al Congreso; Wolfers, «Economists on the Bailout».

[230] Bush, «President Adress to the Nation».

[231] Cavanaugh, «Houses of Pain».

[232] *The Economist*, «Weaken the Sinews».

[233] Breitbart.com, «Bernanke Says Crisis “No Comparision”».

[234] ABC News, «Charlie Gibson Interviews President Bush».

[235] Cavanaugh, «Houses of Pain».

[236] Sherman, informe de prensa.

[237] Wingfield y Zumbrum, «Bad News for the Bailout».

[238] Nocera y Andrews, «Struggling to Keep Up».

[239] Schwartz, «European Banks Share Blame».

[240] *Wall Street Journal*, «At Moment of Truth»; Landler y Dash, «Drama

Behind a 250 Billion Banking Deal».

[241] *Time*, «Sock on the Nose».

[242] Nocera, «So When Will Banks Give Loans?».

[243] Apuzzo, «Where'd the Bailout Money Go?».

[244] Carney, «Bernanke is Fighting the Last War».

[245] Newmark, «Hank Paulson, National Hero».

[246] Henriques, «Bailout Monitor Sees Lack of Coherent Plan».

[247] Nocera, «So When Will Banks Give Loans?».

[248] Reich, «The Big Three and TARF».

[249] Gross, «America's Smartest Banker».

[250] Solomon y Enrich, «Devil is in Bailout's Details».

[251] Terhune y Berner, «FHA-Baked Loans».

[252] Pender, «Government Bailout Hits $8.5 Trillion»; Goldman, «The $8 Trillion Bailout». La página web del *New York Times* ofrece una actualización en tiempo real de las aplicaciones del Plan Paulson: <http://projects.nytimes.com/creditcrisis/recipients/table>.

[253] Transcripción de la CNN de *Lou Dobbs Tonight*.

[254] Greenwood, «Grain Piles Up in Ports».

[255] *The Economist*, «All You Need is Cash».

[256] Ferguson, *Ascent of Money*.

[257] Caprio, Honohan y Feige, *Finance of Growth*.

[258] Norberg, «Världens värfärd», p. 12; Chen y Ravallion, «Developing World Is Poorer than We Thought». Basado en la medida empleada por el Banco Mundial de 1 dólar al día (ajustado el poder adquisitivo y la inflación) de 1981 a 2005; de acuerdo a la nueva medida de 1,25 dólares al día «solo» 57.600 personas por día habrían escapado de la pobreza (Calvo, Izquierdo y Mejía, «Systemic Sudden Stops»).

[259] Sarkozy, «International Financial Crisis»; *International Herald Tribune*, «Germany: US Slipping as Financial Superpower»; Prashad, «Wealth's Apostle».

[260] De Rugy y Warren, «Regulatory Agency Spending Reaches New Height», pp. 5-6.

[261] De Rugy, «Bush Regulatory Kiss-Off».

[262] Smith, *Wealth of Nations*, i.e. 18.

[263] Jolly, «Ex-Trader Tells How He Lost So Much for One Bank».

[264] Younglai, «SEC's Cox Regrets Short-Shelling Ban».

[265] Heckscher, *Gammal och ny ekonomisk liberalism*, pp. 96-97.

[266] Taleb, *The Black Swan*; Buffett en el *Charlie Rose Show*, WNET, 1 de octubre de 2008.

[267] Lessig, «Why the Banks All Fell Down».

[268] Dowd, «Moral Hazard and the Financial Crisis».

[269] *The Economist*, «Negative Outlook».

[270] Hayek, *Denationalisation of Money*. Véase también Rothbard, *What Has Government Done to Our Money?*

[271] Hortlund, *Fribankskolan*, p. 77.

[272] Bernholz, «The Importance of Reorganizing Money, Credit and Banking», p. 104, citando a Parkin y Bade, «Central Bank Laws y Monetary Policy», pp. 24-39. Citado en White, «Is the Gold Standard Still the Gold Standard?».

[273] Varchaver, «Who Isn't a Madoff Victim?».

[274] Glodstein, Comparacencia de Servicios Financieros.

[275] De Rugy y Warren, «Regulatory Agency Spending Reaches New Height», p. 25.

[276] Chapman, «The Empty Case for More Regulation».

[277] Greider, «Vakna, västern».

[278] Moberg, «Staten-författarnas skyddspatron?».

[279] Gillespie y Welch, «I Think the SEC was Distracted».

[280] Dowd, «Moral Hazard and the Financial Crisis».

[281] *The Economist*, «Europe's Baleful Bail-Outs».

[282] Mises, *Omnipotenti Government*, p. 263.

[283] Nilsson, «SBAB, ett svenkt Freddie Mac?».

[284] Lindqvist, «Kreditgaranti för första bostadsköpet»; Ingerö, «När sossarna gör sa här sä kallar vi det för fondsocialism».

[285] Backman, «Agt boende och länelättnad nytt I s-politik».

[286] Mises, *Human Action*, p. 444.

[287] Gunther, «Paulson to the Rescue».

[288] Rizzo, «Keynes as a Public Works Skeptic».

[289] Auerbach, «Is There a Role for Discretionary Fiscal Policy?».

[290] Taylor, «Much in Obama Stimulus Bill Wont Hit Economy Soon».

[291] *The Economist*, «Days of Open Wallet».

[292] Erixon y Sally, «1970s Déjà Vu».

[293] Hall y Cienski, «Czechs Act over Protectional Paris».

[294] Drogadictos Anónimos: *Basic Text, Approval Form*, noviembre de 1981. Esta cita ha sido atribuída erróneamente a Einstein y otros autores.

[295] (N. del T.): El filibusterismo consiste en una práctica parlamentaria de los Estados Unidos que trata de bloquear las propuestas legislativas mediante su dilación extrema.

[296] Pedro Amaral y Margaret Jacobson, «Why Some European Countries and Not the US?», en *Economic Trends Articles*, 2 de diciembre de 2011, Banco de la Reserva Federal de Cleveland.

[297] Barry Eichengreen, «US Futures and Out-of-Control Deficits», en *The Globalist*, 5 de diciembre de 2011.

[298] Frederik Nerbrand, «The Allocator. Inflation of Default: Take Your Pick», 29 de julio de 2011, HSBC Global Research.

[299] Kenneth Rogoff y Carmen Reinhart, «Growth in a Time of Debt», en *American Economic Review Papers and Proccedings*, 7 de enero de 2011.

[300] International Monetary Fund, «Global Financial Stability Report», septiembre de 2011.

[301] Lex: «IMF: Monetary Policy Is Part of the Problem», en *Financial Times*, 21 de septiembre de 2011.

[302] Patrick Chovanec, «China Hides Rampant Inflation in Money Binge», en Bloomberg News (TV), 18 de diciembre de 2011.

[303] «Shell Game», en *The Economist*, 11 de marzo de 2010.

[304] Michael Forsythe y Henry Sanderson, «China Debts Dwarf Official Data With To-Big-to-Finish Alarm», en Bloomberg News (TV), 18 de diciembre de 2011.

[305] Brooke Masters, «Financial Sector "Drowning" on Regulation Flood», en *Financial Times*, 9 de diciembre de 2011.

[306] Milton y Rose Friedman, *Free to Chose: A Personal Statement, Nueva York*, Hancourt Brace Jovanovich, 1980.